

中国における虚偽記載の因果関係の認定

陳 潔*

- I 新旧司法解釈における因果関係の認定に関する制度の比較
- II 新司法解釈における因果関係の判断仕組みに関する具体的な解析
- III 残りの問題

中国において、虚偽記載の違法行為と損害結果を繋ぐ存在として、因果関係の認定は虚偽記載の民事責任制度の中に最も重要な問題となり、長年にわたって理論界と実務界に大いに注目されている問題でもある。虚偽記載の民事責任は1998年に成立した「中国証券法」に既に定められ⁽¹⁾、2003年2月1日に最高人民法院により制定・公布された「証券市場における虚偽記載に起因する民事賠償事件の審理に関する規定」(法制[2003]第2号、以下「2003司法解釈」)は虚偽記載の民事責任制度を詳細に定めた。2022年1月21日、最高人民法院は「証券市場における虚偽記載についての民事賠償事件に関する規定」(法制[2022]2号、以下「2022司法解釈」または「新司法解釈」)を公布した。「新司法解釈」は、約20年ぶりに2003年司法解釈を大幅に改正した。虚偽記載の因果関係の認定についても新たな整理をなされた。新司法解釈は、学界と実務界による中国の虚偽記載の民事責任制度に関する研究の成果を踏まえて、過去20年間の虚偽記載に関する司法実践を体系的に整理したものである。そのため、新司法解釈は虚偽記載の民事責任制度の発展に重要な意義があり、中国証券市場の長期的な発展に大きな影響を与えるものであると考えられる。

I 新旧司法解釈における因果関係の認定に関する制度の比較

証券市場や証券取引に特殊性があるため、投資家は虚偽記載により損害を被ったことを立証するのは困難である。このため、各国は米国に倣って、因果関係の証明については詐欺市場(Fraud-On-The-Market)理論を採用した。こ

* 中国社会科学院法学研究所研究員(当時)。
訳者：朱翹楚(上海交通大学日本研究センター助理研究員)。

の理論の核心は、成熟した証券市場における証券価格は、虚偽の情報を含めて発行者に関するすべての公開情報を反映するという点にある。虚偽や詐欺的な情報はすべて証券の市場価格に反映されることにより、その市場価格を納得して取引したすべての投資家は、その情報を信頼したとみなすことができる。この理論は、証券取引における「信頼性の推定」を実現するものであり、虚偽記載に対する民事賠償における因果関係を推定する理論的な根拠となるものである。中国における新旧の司法解釈は、いずれも詐欺的市場理論や信頼性推定原則を「因果関係の推定」に適用しているが、新司法解釈は、因果関係の区別、特定取引者の原告適格、被告の抗弁などについて、旧司法解釈を全面的に修正・改善した。

1 2003年司法解釈における因果関係判断基準とその問題

2003年の司法解釈では、2つの条文で因果関係の判断基準を定めていた。第18条は、「人民裁判院は、投資家が(1)虚偽記載と直接関連する証券に投資し、(2)虚偽記載を実施した後、且つ不実開示があることを明らかにし又は不実開示を訂正した前に証券を購入し、(3)不実開示があることを明らかにし又は不実開示を訂正した後に、証券を売却すること又は継続保有することにより損害を被ったという条件を満たすと、虚偽記載と損害の間の因果関係を認めることになる」と規定している。第19条は、「被告が、原告に次の事情があることを証明したときは、人民裁判院は、虚偽記載と損害の間に因果関係がないと認める：(1)当該証券が虚偽記載の開示又は訂正の日の前に販売された；(2)当該投資が虚偽記載の開示又は訂正の日の後になされた；(3)虚偽記載の存在を知らずながら投資をした；(4)損失の全部または一部が証券市場のシステムのリスクなど他の要因により生じた；(5)悪意投資又は証券価格の操作をした。」と規定するが、要するに、先行手続きを前提に⁽²⁾、2003年司法解釈は因果関係について簡潔な推定規定を設けた。すなわち、投資家が虚偽記載の日以降かつ虚偽記載がある事実を開示する日の前に証券を購入し、開示した日の後に売却または継続保有をすることにより損失が発生した場合、虚偽記載と損失の間に因果関係があると認める。同時に、同司法解釈は被告が因果関係の推定を覆すための法律要件も定めた。

2003年司法解釈は多くの批判を招いた⁽³⁾。その主要な意見は以下の三つが

ある。

第一、2003年の司法解釈では、取引因果関係、損失因果関係を区別せず、一般的な因果関係の推定を規定していた。裁判手続の簡素化の観点から、確かに裁判の効率が上げられたが、原告と被告の利益衡量の観点から、因果関係の推定を1つにまとめることは因果関係が不明なままに容易に被告の責任を認めることになりうる。実際、2003年の司法解釈は、投資家が虚偽記載と直接関係する証券を購入した時期を唯一の因果関係を推定する根拠として挙げ、原被告の異なる抗弁を一般的な抗弁として列挙していた。そのため、実務において虚偽記載という不法行為と損害との因果関係を裁判官が正確に把握できないことが多くなる。同時に、反証となり得る事由が十分に列挙されていないため、原告が勝訴する確率が高く、原被告訴訟利益の不均衡が存在していると言わざるを得ない。

第二、2003年の司法解釈では、実際に誘多型虚偽記載（投資家を高い価格で株式を購入することに誘導する虚偽記載）を前提にしている。この司法解釈では、誘多型虚偽記載と誘空型虚偽記載（投資家を低い価格で株式を売却することに誘導する虚偽記載）を区別していないため、損失因果関係の判断基準については更なる検討の余地があると考えられる。しかも、中国証券市場では長期間にわたって空売り規制がかかっているため、人々は株価を吊り上げる虚偽記載しか想定しておらず、株価を低くする虚偽記載を考慮に入れていなかった。それに対して、2006年6月30日に中国証券監督委員会が「証券会社融資融券パイロット管理弁法」を公布し、2010年3月に融資融券取引が正式に市場運用段階に入った。これをもって、中国証券市場においての空売り取引が可能になった。そのため、2003年司法解釈第19条の規定が市場の現実を反映できない部分が存在している。

第三、公表日⁽⁴⁾前に株式を売却した投資家を救済対象から除外するのは不合理である。実務において、中国証券監督管理委員会が調査を開始してから虚偽記載の事実が正式にあばかれるまで長い期間を経ることが多く、多くの原告は市場から噂を聞いて虚偽記載の正式発表前に株式を売却した可能性がある。このような場合、原告は虚偽記載の発表日前に株式を売却したが、取引を決定したこと自体が虚偽記載と因果関係があると認めることができる。従って、このような投資家グループを救済対象から除外するのは不適切であると考えられ

る。ある意味で、投資家がいつ株式を売買したかは法的に重要でなく、虚偽記載によって投資家が損失を被ったかどうかが重要である。

2 新司法解釈における因果関係の認定規則と実質的な変化

新司法解釈は、2003年司法解釈の因果関係判断を取引上の因果関係と損失上の因果関係に分けていた。取引上の因果関係については第3節「重大性と取引上の因果関係」に2つの規定を設け、損失上の因果関係については第6節「損失判定」に1つの規定を設けている。

取引因果関係については、新司法解釈第11条において、「原告が(1)情報開示義務者が虚偽記載を実施したこと、(2)虚偽記載に直接関連する証券を取引したこと、(3)虚偽記載を実施した後、且つ公表日又は訂正日の前に当該取引をしたこと(誘多型虚偽記載において証券を購入し又は誘空型虚偽記載において証券を売却した)を証明できれば、原告の投資判断と虚偽記載の間に取引因果関係があると人民裁判院は判断できる」と規定する。第12条は、「被告が(1)原告の取引行為は虚偽記載が行われる前または開示・訂正後に行われたこと、(2)原告が取引時に虚偽記載の存在を知っていた又は知るべきであった、あるいは虚偽記載が既に証券市場に広く知られたこと、(3)原告の取引行為は虚偽記載が実施された後に発生した上場会社の買収、重要資産の譲渡など重大事件の影響を受けていること、(4)原告の取引行為がインサイダー取引、相場操縦など証券法違反行為に当たること、(5)原告の取引行為と虚偽記載に取引因果関係が存在しないと認める他の事情を証明できれば、人民裁判院は取引因果関係が存在しないと認めることができる。」と規定する。

損失因果関係については、新司法解釈第31条が「人民裁判院は、虚偽記載と原告の損失との因果関係又はその他の原告の損失を招いた原因を確認し、責任の範囲を決定するべきである。被告は、原告の損失の全部または一部が、他人による相場操縦、証券市場のシステマティックなリスク、証券市場の特定事件に対する過剰反応、上場会社の内外経営環境等に起因することを証明できれば、人民裁判院がそれに相応する責任を軽減または免除する抗弁を支持するべきである。」と規定する。

2003年司法解釈と比べると、2022年司法解釈によって因果関係について以下の三つの方向に実質的な改善がなされたと認められる。

第一に、新司法解釈は、先行手続の廃止を前提に、2003年の司法解釈で確立した一般論的な因果関係の推定を取引因果関係と損失因果関係に分け、両者の判断基準を明確にし、被告の抗弁事由を細分化した。新司法解釈は、因果関係の判断基準を精緻化することにより、原被告の利益均衡を図ることができると考えられる。すなわち、投資者の利益を守ると同時に、民事責任制度を投資者の損失担保に濫用する危険を避けることができる。

第二に、誘空型虚偽記載に対する責任が強化された。公表日前に逆取引を行った投資家の損失を賠償対象外とする規定が削除され、虚偽記載に対する民事損害賠償制度をより合理的に改善したと言えるだろうと考えられる。

第三に、虚偽記載以外の原因による損失を損害賠償範囲外にする規定を整備した。新司法解釈は、被告が責任を軽減または排除するための抗弁事由をさらに増やした。原告損害の全部または一部が虚偽記載以外の原因による場合、その部分の損害を控除するものとする。このような規定は、不法行為責任の基本法理に沿ったものだけでなく、訴訟当事者双方にとってより公平かつ合理的なものとなるのは間違いないと考えられる。

II 新司法解釈における因果関係の判断仕組みに関する具体的な解析

以上の通り、新しい司法解釈は、アメリカ法における詐欺的市場理論や信頼原則の推定を踏まえ、取引因果関係と損失因果関係の成立と抗弁について、手続きから実体法まで包括的かつ詳細な規制を設けている。

1 取引因果関係の推定

新司法解釈第11条が取引因果関係の推定を認める要件を規定している。第一は虚偽記載の存在、第二は取引の基礎となる証券の関連性、第三は投資家が特定の期間（虚偽記載の実施日以降、公表日以前）⁽⁵⁾において取引行為をしたことである。第三の要件を充足する具体例として、誘多型虚偽記載で証券を購入し又は誘空型虚偽記載で証券を売却したことが挙げられる。

第11条の文言から見れば、取引因果関係を成立させる法的要件が明確に規定されているが、実際に虚偽記載による民事損害賠償事件において、人民法院は予め公表日を確定しないと、どの投資家に原告適格があるかを定めることはできない。そのため、第11条は原告適格に関する規定であり、人民法院が損

害賠償請求権利者の範囲を確定する基本基準でもある。第11条は投資者が原告になれるかどうかという手続上の資格を確認する規定であるため、手続き法の意味を有する。訴訟を起した原告が最終的に補償を受けられるかどうかについては、実質的な裁判において被告の抗弁に試されることになる。被告の抗弁が成功したら、その投資家の損失の全部または一部は賠償を受けられないことになる。したがって、第11条は取引因果関係の推定を適用し、原告の範囲を確定するための根拠であると考えられる。

(1) 虚偽記載の存在

開示義務者が虚偽記載を行った証明について、2003年の司法解釈が証券民事訴訟の先行手続を定めた。すなわち、虚偽記載民事訴訟を提起するには、投資家が民事訴訟法に規定される一般的な要件を満たすことに加え、行政当局による行政処分決定または人民法院による刑事判決を提出しなければならない。人民法院は、証券監督管理委員会による行政処分決定をもって、違反行為者の民事責任を判断する必要がある。このように、2003年の司法解釈のもとに、虚偽記載の存在が証券監督管理委員会の行政処分決定によって証明されることになる。

新司法解釈第2条はこのような先行手続きを明示的に廃止したため⁽⁶⁾、投資家は開示義務者が虚偽記載を行ったこと、および当該虚偽記載に係る情報が重要であることを証明しなければならない。情報の重大性を証明するためには、虚偽記載が有価証券の市場価格に影響を及んだことを証明する必要がある。このような立証責任は、一般投資家にとって明らかに困難である。このため、最高人民法院と中国証券監督管理委員会は新司法解釈の補完規定として、「証券市場における虚偽記載民事損害賠償事件の審理に関する最高人民法院による規定」の適用に関する問題についての通知（以下「通知」）を発表した。同通知は、投資家の立証難問題と人民法院と証券監督管理委員会の統一的な審理基準問題に対応するため、案件通報メカニズム、捜査・証拠収集に関する調整・協力メカニズム、民事・行政の協働処理メカニズム、専門家協議メカニズム、専門陪審員メカニズムなど一貫性のある取り決めを規定している。確かに、「通知」は、先行手続が廃止された後に投資家が具体的にどのように立証するかを明記していない。しかし、新司法解釈第8条の規定と合わせ、「通知」は、「当

事者がこれに反証する十分な証拠を有していない限り、次の日を公表日とみなす：(a) 開示義務者に対して開示違反の疑いをもって提訴するために監督当局が情報を公表した日、(b) 証券取引所等の自主規制機関が虚偽記載を原因に情報開示義務者等の責任主体に対して自主規制措置をとることを公表した日。」と規定する。筆者は、新司法解釈は先行手続を廃止したが、人民法院が訴訟を提起できる権利者の範囲を決めるには公表日に依存しなければならないと考える。通常の場合、公表日の確定は監督官庁の調査によらなければならない。そのため、結局情報開示義務者が虚偽記載を行った証明は監督当局による行政調査や行政処分、証券取引所や國務院が承認したその他の国家証券取引所による懲戒処分あるいは自主規制措置を初期の証拠として頼らなければならない⁽⁷⁾。監督当局による証拠が提供されない場合、投資家が自ら虚偽記載の事実を証明するのは難しく、人民法院の支持を得ることも困難であろう。

(2) 取引証券との関連性

投資者が取引したのは虚偽記載に直接に関連する証券だということは、投資者と虚偽記載の間に因果関係があることを証明するのに最も直接で重要な事実である。実務には証券の種類と市場の特性という二つの問題を考えなければならない。

証券の種類に関して、上場会社が中国法に基づいて株式、社債、預託証券など多種多様な有価証券を発行することができる。新司法解釈は、有価証券の種類について特別な制限を課していないことから、株式、社債、預託証券など証券法第2条に規定する全ての有価証券は、新司法解釈の適用対象であると解することができる。すなわち、上場会社が虚偽記載を行った以上、投資家が所持する証券はその種類に関わらず、虚偽記載に直接関連する有価証券とみなすことができる。

次は市場の特性問題である。詐欺的市場理論は有効な証券市場を基にしているため、異なる市場で発行された証券は一律に因果関係の推定を適用することができるのかという問題がある。この点に関して、新司法解釈第1条（適用範囲）は、「この規定は、情報開示義務者が証券取引所の規定による証券発行開示又は継続開示において行った虚偽記載に関する民事損害賠償請求事件に適用する。國務院の規定に基づいて設立された地方株式市場における虚偽記載に対す

る民事損害賠償請求事件も、本規定を参考として適用する。」と規定する。このため、新司法解釈における取引因果関係の推定に関する規定は、地方株式市場にも適用することができ、集中入札市場に限定するわけではない⁽⁸⁾。この点について、市場が効率的かどうかというのは重要ではなく、虚偽記載が取引価格や取引量に影響を及ぼすかどうかは重要であると指摘する学者もいる。非公開市場あるいは流動性の低い市場であっても、虚偽記載が証券価格や取引量に影響を与えたことが証明できれば、信頼性があると推定すべきであるとの指摘である⁽⁹⁾。この観点から、新司法解釈は、適用範囲を証券取引所（全国中小企業株式譲渡システム、すなわち新三板市場）にまでに拡大し、地方株式市場における虚偽記載に対する民事損害賠償請求事件についても、この規定を参考して適用できると解釈することが合理的であろう⁽¹⁰⁾。

そのほか、証券取引所における合意価格等による取引を行う投資家への適用については、新司法解釈第1条の規定により、証券取引所において公募・売買される有価証券の情報開示義務者であれば、新司法解釈における虚偽記載損害賠償請求訴訟制度の適用対象に含むべきだと考える。したがって、投資家による取引が「集中入札」であるかそれとも「一対一」という合意価格による取引（すなわち相対取引）であるかということより、その証券が証券取引所で公開発行されるものか、かつその証券に関する情報開示が不特定の投資家の利益に損害を与えたかという視点の方が重要である⁽¹¹⁾。新司法解釈第27条と第28条は、「集中入札を行う取引市場において」虚偽記載に関わる株式損失の計算方法しか明確に規定していないが⁽¹²⁾、新司法解釈自体は、他の取引方法を用いる投資家を虚偽記載損害賠償請求権者から除外したわけではない。ただし、合意価格による取引を行なった投資家は、新司法解釈第27条と28条ではなく、自ら投資差額の損失と虚偽記載との因果関係を証明しなければならない。

(3) 取引の実行時期と取引方向について

投資者が虚偽記載の期間内（実施日後かつ公表日前）において取引行為をしなければ、取引因果関係の推定は成立しない。この要件の充足について、以下の2つの問題がある。

第一に、タイミングの問題がある。理論的には、虚偽記載の実施は市場価格に影響が発生する始まりであり、虚偽記載の発覚はその影響の終わりである。

したがって、虚偽記載が実施された後の取引でなければ、投資家が虚偽記載の影響を受けることはあり得ず、損害を被ることもない。虚偽記載は公表日以降に公にされるため、公表日以降に取引を行った投資家は、もはや虚偽記載に対する合理的な信頼がないため、その取引行為と虚偽記載との間に因果関係はなく、補償の対象にもならない。そのため、誘多型虚偽記載を例にすると、もしある投資家が実施日以降に証券を購入し、公表日前に売却したら、その者が虚偽記載について補償を受けるべきかどうかの問題になる。2003年司法解釈によれば、公表日前に証券を売却した取引に関して、虚偽記載と損害の間に因果関係はないと言わざるを得ず、投資家が損害賠償を受けることができなくなる。その理由は、公表日の前に証券を売却した取引者は虚偽記載から影響を受けていないと推定できるから、賠償を受ける資格はないと考えられたからである。もちろん、このような規定は投資家が情報開示に注意を払うように促し、法執行のコストを削減するという公共政策上の配慮を盛り込んでいる。2003年司法解釈と異なり、新司法解釈によれば、「取引が虚偽記載の実施日以降に、公表日または訂正日以前に行われた」場合、取引因果関係が成立すると推定することができる。すなわち、誘多型虚偽記載について、購入時点のみが規定され、売却時点は規定されていない。それに対して、誘空型虚偽記載において、売却時点のみが規定され、購入時点は規定されていない。したがって、新司法解釈は、誘多型虚偽記載において、公表日前に証券を売却した投資家も保護すべきだという立場を取っているのは明らかである。逆に、誘空型虚偽記載において、もし投資家が（実施日以降かつ公表日前に）証券を売却したら、仮に公表日前にまた証券を購入したとしても保護されることになる。このような規定があるのは、虚偽記載に関する情報が徐々に市場に浸透した後の日が公表日とされる場合が多く、そのような場合には虚偽記載による影響は公表日前に市場価格に消化されることになるからである。投資家はより低い価格で株式を売却しても、その損失は虚偽記載に対する合理的な信頼によるものと考えられるため、取引行為と虚偽記載の間に因果関係があり、その損失を賠償すべきだと考えられる。また、投資家が虚偽記載の存在について疑念を抱いている場合、合理的な投資家は速やかに株式を売却すべきであるから、このような規定が投資市場に慎重な投資理念を植え入れることもできるだろう。疑惑があっても何の行動も取らずに、公表日まで株式を保有する投資家に賠償を受ける資格を認める

ルールは不合理だと言わざるを得ないだろう。

第二、取引の方向性に関する問題がある。投資家の虚偽記載に対する信頼を保護するために、取引の方向が虚偽記載の種類と合わなければならない。具体的に、誘多型虚偽記載において、開示義務者が虚偽のポジティブ情報を捏造したりあるいは重大なネガティブ情報を隠したりして、高値で株式を購入するように投資家を誘導する。誘空型虚偽記載において、情報開示義務者は、虚偽のネガティブ情報を捏造したりあるいは重大なポジティブ情報を隠したりして、低値で株式を売却するように投資家を誘導する。したがって、誘多型虚偽記載の場合、原告投資家による取引は購入行為でないと、その者が虚偽記載を信頼したとは言えず、その者が株式を売却したら、その者による取引と虚偽記載の間に因果関係があるとは推定できない⁽¹³⁾。それに対して、誘空型虚偽記載はその逆となる。新司法解釈第11条は誘多型虚偽記載と誘空型虚偽記載を分けて取引方向に関する要件を設置する。このような規定の構造は、科学的かつ合理的だといえるだろうが、誘多型虚偽記載と誘空型虚偽記載はどのように識別できるかが問題である。第11条によると、人民法院は取引因果関係を推定する前に、虚偽記載の類型について判断しなければならなくなり、加えて当該取引の取引方向を決め、取引因果関係の推定を成立させる。確かに、裁判官は虚偽記載の内容や取引価格の変動方向、取引量の変化などから、虚偽記載の種類を判断することはできる。通常には、株式価格が実施日に上昇した場合、あるいは公表日に下落した場合の多くは誘多型虚偽記載に該当する。その反対、株式価格が実施日に下落した場合、あるいは公表日に上昇した場合の多くは誘空型虚偽記載にあたる。しかし、市場実務において、情報に関する良し悪しの判断は人それぞれであり、さらに中立的な情報に関しても企業にとっては良いものか悪いものかを判断することも困難であるため、虚偽記載の種類を特定することは難しい。また、実務には他の特殊事情も存在する。例えば、ポジティブ情報がリリース前に市場に浸透してしまうことにより、株価が既に正式発表の前に上昇し、発表した後は逆に下落することもある。このような状況は、虚偽記載の種類分けをさらに難しくさせ、人民法院による投資家の取引方向についての判断も複雑化する。

2 取引因果関係に対する抗弁

取引因果関係についての抗弁は、原告が虚偽記載を信頼して取引を行ったかどうかということに対して、被告が法廷の審理において提起する抗弁であり、実体法的な意義を有する。もし人民法院が被告の抗弁を認めたら、取引因果関係の推定は覆されることになり、その後の損害因果関係も成立しないことになる。前述のタイミングと取引方向以外に、新司法解釈第12条は以下の抗弁事由もあげていた。

(1) 投資家が虚偽記載の存在を知っている

2003年の司法解釈は、原告が明らかに虚偽記載の存在を知っているということを原告の「認識」として定めていた。新司法解釈がその上に、「知るべき」又は虚偽記載は既に市場に広く知られている場合を付け加え、抗弁事由の内容はより包括的かつ具体的になる。司法実務において、投資家が取引をしている時に虚偽記載の存在を知っているはずと評価される場面は、主に投資家が上場会社の取締役、監査役、高級管理職あるいは主要株主など上場会社のインサイダー情報を知り得る者である場合を意味する。被告はこれをもって原告は虚偽記載の存在を知っているはずだと抗弁することができる。取引時に「知るべきである」場合については、主に機関投資家が取引を実行する際に必要なデューデリジェンスをして虚偽記載の事実またはその兆候を察知することができたことを言う。また、証券会社のスタッフが上場会社の情報開示業務に関与するうちに、虚偽記載を発見した場合も含まれることになる。注目すべきであるのは、中国の現行『証券法』第89条が一般投資家とプロフェッショナル投資家を区別しているため、プロフェッショナル投資家は因果関係の推定を適用できるかという問題である。この点に対して、司法実務はさまざまである。新司法解釈第30条の規定を参照すると、同条は、「証券会社、ファンド管理会社、保険会社、信託会社、商業銀行などの市場参加主体が法律に基づいて設立した証券投資商品は、虚偽記載による損失を決める際に、商品ごとに計算するべきである。」と規定する。新司法解釈は証券会社やファンド管理会社などの機関投資家が虚偽記載による損失を被る可能性を否定したわけではないと考えられる。したがって、故意または知るべきであるという抗弁がない限り、機関投資家も同様に因果関係の推定を利用できる。この考え方は、実に詐欺的市場理論にも通じる。虚偽記

載が証券市場に広く知られている場合とは、主に虚偽記載の事実が監督当局に正式に発表されていないが、市場に徐々に浸透されている場合をいう。あるいは、開示義務者が連続して多数の虚偽記載を行い、過去の虚偽記載が徐々に市場に知られている場合においても、投資家は前述の虚偽記載が暴かれた後も証券を継続購入したら、合理的な信頼を推定することはできなくなる。

(2) 他の重大事件からの影響

2003年司法解釈と比べて、新司法解釈は、原告による投資行為が実施日後に行われる発行会社による買収行為、重大資産に係る組織再編などの発行会社の企業価値に関わる重大事件に影響されたことを抗弁事由に付け加えた。このような規定は、被告による抗弁の範囲を実質的に拡大した。しかし、虚偽記載が実施された後の他の重大事件による影響を取引因果関係の推定に対する抗弁として認める場合には、投資家による取引の具体的な状況に応じて分析する必要が生じる。誘多型虚偽記載を例にすると、虚偽記載が実施された後に、投資家が虚偽記載を信頼して証券を購入し、その後に発行会社による買収や重大資産に係る組織再編が行われる場合や、虚偽記載が実施された後において、それと同時にまたはしばらくしてから上場会社の買収や重大資産に係る組織再編が発生し、その後に投資家が証券を購入した場合が考えられる。第一のシナリオでは、投資家による証券購入行為は企業買収や重大資産に関わる組織再編などの重大事件の前に行われたから、取引因果関係の推定は影響を受けないことになる。第二のシナリオでは、確かに投資者の取引判断に影響が生じるかもしれないから、投資者がこれらの重大事件に影響されて取引したのか、それとも虚偽記載を信頼して取引したのか、又は虚偽記載が上場会社の買収や重大資産に係る組織再編に影響されて取引したのかを区別しなければならない。法的に見れば、この問題は証拠の優越規則により解決することが可能だが、どうしても分けられない時は多重原因という「混合信頼」と認定してもよいと思われる。

しかし、詐欺的市場理論は、投資家が真に虚偽記載を信頼したことを求めているわけではなく、「虚偽記載に接しておらずまたはそれを信頼していない投資家であっても、公表日の前において、既に虚偽記載の影響を受けている市場価格で取引したら、詐欺的な行為を受けていたと考えられる。」⁽¹⁴⁾したがって、投資家が虚偽記載の後に市場価格で証券取引をしたら、投資家が虚偽記載の事

実を知っているかどうかあるいはそれに依拠していたかどうかにかかわらず、取引自体が既に虚偽記載から影響を受けていたと考えられ、取引因果関係の推定を成立させることができる。このような論理によれば、虚偽記載が明らかになる前に、買収など重要な出来事が実際に投資家の取引判断に影響を与えたとしても、投資家により購入された株式の価格は虚偽記載を吸収した可能性があるから、取引因果関係が成立することになる。したがって、取引因果関係を推定する段階に、新司法解釈は企業買収や重大資産に係る組織再編などの重大事件を取引因果関係の推定を覆すための抗弁として挙げることは、論理的な自己矛盾が生じると思われる。より合理的なアプローチは、損失因果関係の判断において、企業買収や重大資産に係る組織再編などの重大事件を価格に影響する要因として、被告の責任を軽減または免除することである。市場実務において、実施日から公表日までの間、上場会社には買収活動や組織再編等の多様な事業経営活動があり、前述した「多重原因」の原則に基づき、重大事件の影響は被告の責任を軽減する重要な条項として用いることができるが、取引因果関係を排除する条項ではない。実際、この考え方は新司法解釈第31条に規定する「上場会社内外の経営環境等他の要因による損失」という損失因果関係抗弁と論理的につながっていると思われる。

(3) 投資者の違法行為とバスケット条項

2003年司法解釈は「悪意投資、価格操縦」という抗弁事由を設けていた。新司法解釈はそれをさらに拡大し、「原告による取引行為がインサイダー取引、相場操縦取引などの証券法違法行為にあたる場面」を含めた。インサイダー取引、相場操縦などは、証券法に明確に禁止される違法行為であるから、投資家がこれらの違法行為を行うために虚偽記載に係る証券を取引したら、その取引自体が法律に守られないので、その者が虚偽記載から損失を被っても賠償を受ける資格がないと思われる。

そのほか、新司法解釈は原告の取引行為と虚偽記載の間に因果関係が存在しない他の状況も規定している。言わば、バスケット条項的な規定を設けていた。その具体的な解釈はこれからの実務応用において明確化する必要があると思われる。

3 損失因果関係の認定

損失因果関係の判断は、取引因果関係の成立を前提に、原告の投資損失に対して被告の負う責任の範囲を決めることである。損失因果関係の抗弁は、取引因果関係の抗弁と同様に、被告が法廷において原告による虚偽記載に関わる損害賠償請求に対する抗弁であり、損害の存否あるいは損害の程度を決める重要なプロセスであるから、実体法上の意義を有する。人民法院が被告の抗弁を認めたら、被告はそれに応ずる責任を軽減または免除することができる。

損失因果関係について、2003年司法解釈は市場のシステミックリスクに関する抗弁だけを設けていたが、新司法解釈第31条は他人による相場操作、証券市場リスク、特定の事件に対する証券市場の過剰反応あるいは上場会社の内外の経営環境など他の要因に関わる抗弁まで拡大した。この点については、以下の問題を検討する必要がある。

(1) 新司法解釈は損失因果関係の推定を認めるものかどうか

新司法解釈第31条は、「人民法院が虚偽記載と原告損失との因果関係、及びその他に損失を及ぶ原因などの基本事実を把握し、賠償責任の範囲を決めなければならない」と定めている。このため、新司法解釈は損失因果関係の推定を直接に規定していないという見解が多くある⁽¹⁵⁾。この点について、第31条の文言にはあいまいなところが残っているにもかかわらず、取引因果関係の成立を前提に、損失因果関係の推定も成立させるべきである。ただし、被告に抗弁する余地を認めるべきである。被告が、原告の損失の全部または一部が虚偽記載によって生ずるものではないと証明できれば、責任の軽減または免除を認めることができる。その理由は以下の通りである。

まず、原因と結果は相互に変換されるものである。因果関係というのは、本来原因を結果に変換するプロセスである。不法行為に関わる損害賠償請求について、学界では「帰因+帰責」という二段階の判断経路が存在する。帰因判断は通常「事実上の因果関係」と呼ばれ、原因から結果に導く過程を意味する。帰責判断は「法律上の因果関係」と呼ばれ、結果から法的責任に導くことを指す。虚偽記載に関わる損害賠償請求の場面において、第一層の取引因果関係と第二層の損失因果関係の判断が大きく重なり合うところがある。実は、取引因果関係の推定は純粋に客観的な事実判断をすることではなく、第二層の法律判

断の段階に含まれる規範的な価値判断も含んでいる⁽¹⁶⁾。二層の判断を結合しなければ、虚偽記載に関わる民事損害賠償における「虚偽記載の原因」と「損害の結果」の「変換」問題の解決、すなわち、二層から構成される因果関係の認定を適切に行うことはできない⁽¹⁷⁾。

次に、損失因果関係の認定は、取引因果関係推定の成立を前提に、投資家の損害範囲を確定することである。この段階において、人民法院は、投資家の損害が虚偽記載によるものかどうかではなく、多数の原因によって生じたものであるかどうかを判定する。これに加えて、人民法院が被告の抗弁について審理を始めることになる。実際、一つの原因に複数の結果が生じることや複数の原因によって一つの結果が生じることがよくあるから、損害につながる原因は必ずしも一つとは限らない。虚偽記載から発覚までに長い期間が経過する可能性があるから、その間に価格に影響を与える要素が増えていた可能性もあるので、人民法院が解明すべきのは、虚偽記載及び他の要因がそれぞれどの程度に証券価格に影響を与えていたのかということである。

最後に、司法実務から判断すると、取引因果関係であろうと損失因果関係であろうと、原告による証明資料は同じである。表面的に見れば、取引因果関係の判断は、投資家が自らその損失を証明する必要はないが、実に投資家に損失がなければ補償されることはなく、訴訟に至ることもないだろう。このように、取引因果関係と損失因果関係はある意味で因果関係の判断過程を人為的に2つのステップに分け、投資家損失について真の原因を究明することである。客観的にいうと、原告の取引因果関係を推定する条件からすれば、原告が虚偽記載に係る有価証券を取引した以上、その取引自体が虚偽記載による損失を被ることを示している。したがって、取引因果関係と損失因果関係は繋がっており、取引因果関係を推定した後に損失因果関係が存在しないと推定することは事実上不可能であると思われる。実際に、損失の推定があるからこそ、被告に抗弁する余地が生じる。過失推定の原則と同様に、被告に過失があると推定するからこそ、それに対する反証の余地が許される。被告による反証が認められること自体は、推定が存在することを意味する。

(2) 損失因果関係に介入する要素の排除

損失因果関係を認定する目的は、現実には発生する損害の結果を虚偽記載行為

に帰責できるかあるいは行為者に責任が認められるかということである。投資家の損害は不法行為ではなくその後の介入行為によって生じたものであるという現実によく見られている場合に対して⁽¹⁸⁾、「損害の結果は虚偽記載によるものなのか、それとも後発の介入行為によるものなのか」というのは虚偽記載の損失を認定するのに最も核心的な問題である。虚偽記載の実施日から発覚日までの期間が比較的に長いため、その間に証券価格に影響を与える要因は様々であり、取引差額は虚偽記載による投資家損害を正確に反映していない可能性がある⁽¹⁹⁾。このため、新司法解釈第31条は被告による抗弁事由を原告損失の全部又は一部は他人による相場操縦、証券市場リスク、証券市場が特定の事件に対する過剰反応、上場会社の内部・外部経営環境によることまで拡大した。これらの抗弁は、事実に対する認識と政策上の価値判断の両方を含むことになる。

例えば、2003年司法解釈第19条第4項は、「損失の全部又は一部が証券市場のシステムック・リスク等他の要因によって生じた場合に、……」、人民法院が因果関係は存在しないとみなすべきであると定めている。新司法解釈第31条は、「証券市場のシステムックリスク」という表現をやめ、「証券市場リスク」を採用することは、市場リスクが投資家に損失を与えるものであれば、システムック・リスクに達しない一般的な市場リスクであっても、それに相応する損失を除外する必要がある。また、新司法解釈は、「上場会社の内外の経営環境」等の要因も挙げている。これらの要因が確かに株価や発行者の支払能力に影響する可能性があるから、これらの要因から生じる損失を控除しないと、被告に明らかに不公平な結果を招くことになる。

注目すべきのは、新司法解釈第31条に定められる特定の事件に対する証券市場の過剰反応という抗弁である。誘多型虚偽記載の例を見ると、情報開示義務者が虚偽のポジティブ情報を捏造したり、あるいは重大なネガティブ情報を隠したりすることにより、虚偽記載は株価をつり上げる方向に働く。虚偽記載が発覚されると、株価は間違いなく下落するだろうが、どの程度下落するかは実質的に予測不可能である。他の影響要因がなくても、株価は虚偽記載がない状態に戻るとは限らない。理論的に考えれば、真の価格以下に下落するのは市場の過剰反応と評価されるべきである。現実には、市場の非合理性や他の様々な要因が重なり、過剰反応がよく見られる。したがって、過剰反応による下落分を損害の対象から除外するため、人民法院は過剰反応の有無やその範囲の計

算に関する判断を専門機関に頼らなければならない。今問題になっているのは誘多型虚偽記載の場合の原告損害計算である。本来、投資者の損害範囲は株式取引価格と株式の真の価格との差額であるべきだと思われる。株式の真の価格を決めるため、新司法解釈は「基準日」という概念を設けた。基準日という概念は虚偽記載に関わる情報が市場に十分に反映された時点の意味を含んでいる。そのため、全ての投資者が損失を計算する際に基準日に確定された基準価格を用いるべきであると考えられる。しかし、新司法解釈は異なる時点において株式を売却した投資家ごとに異なる損失計算方法を用意した。(一)原告が実施日以降、公表日や訂正日前に購入し、かつ公表日や訂正日以降、基準日前に売却した株式については、新司法解釈第27条及び第28条の規定により、購入株式の平均価格と売却価格の平均価格の差額が売却した株式数を乗じた額とする；(二)原告が実施日後、公表日又は訂正日の前に購入し、基準日前に売却しなかった株式について、購入した株式の平均価格と基準価格との差額に売却しなかった株式数を乗じた額とする。このような計算方法は投資者に不平等の結果を招くことになる。基準日前に株式を売却した投資者にとっても、その売却価格は市場の過剰反応に影響されている可能性があるから、これらの投資者にも基準価格を用いて市場の過剰反応による価格影響を修正する必要があると考える。⁽²⁰⁾これに対して、誘多型虚偽記載について、基準価格は基準日以降に株式を売却しなかった投資家だけではなく、公表日以降かつ基準日前に株式を売却した投資家の損失計算にも用いられるべきであるという指摘がある。そうすることで、損害の認定において市場の過剰反応の影響を抑えることができる⁽²¹⁾。すなわち、異なる時期に株式を売却した投資家の損失を統合的に計算する必要がある。もちろん、どの計算方法でも、他の要因による影響を差し引くという被告による抗弁を許すべきである。

誘多型虚偽記載と違って、誘空型虚偽記載があばかれても、虚偽記載による影響は市場に十分に反映されないと考えられる。誘空型虚偽記載の発覚又は訂正時に市場が十分に反応しない結果、株価が真の価格に戻らない可能性があるということである。そのため、誘多型虚偽記載と同様、基準価格の用途を広げるべきとの見解もあり、基準日前あるいは後に証券を購入した投資者の損失を計算する際も同一の基準を採用するべきとの見解もある。

Ⅲ 残りの問題

新司法解釈は投資者の正当な利益を保護するという基本原則に従い、海外の立法経験を積極的に吸収し、原告の利益のバランスを保つ観点から、中国の国情を反映する虚偽記載因果関係の判断基準を整理することができたと考えられる。しかし、新司法解釈には、まだ改善する余地が残っていると思われる。

1 公表日の確定と先行審理の問題

新司法解釈と司法実務から、人民法院が虚偽記載の実施日と公表日を決定することによって、権利者である原告の範囲を決めることになる。こういう決定は、実に事件の先行審理にあたるだろうと考えられる。つまり、公表日の認定は虚偽記載に関わる民事事件の核心問題であり、実務においては、人民法院は審理を経ずに公表日を決定するケースが多い。その結果、人民法院による公表日の事前判断に同意しない投資家は、原告の範囲から除外され、訴訟手続きに入ることもできないことになる。康美薬品事件を例にすると⁽²²⁾、広州中等人民法院による公表日の判断が大きな争議を呼んだ。証券監督管理委員会が2018年12月28日に立案調査を決めたのに、人民法院は虚偽記載の事実がインターネットによって暴かれた2018年10月16日を本件虚偽記載の公表日と認定した。そのため、原告適格のある投資家の数が大幅に削減されるようになった。同判断以降において、公表日に対する不服の投資家は、どういう救済を求めるかは注目に値する。

これに対して、虚偽記載民事訴訟の原告は、民事訴訟法の定めに従って決定すべきであるとの考えがある。民事訴訟法によれば、原告となるための実質的な要件は訴訟事件に直接的な利害関係を持つことである。虚偽記載に関わる民事賠償事件において、投資者が虚偽記載の実施日以降に株式を取得した以上、虚偽記載から影響を受けたと推定し、取引因果関係の推定が成立することになる。投資家がいつ株式を売却したかというのは、損失因果関係の推定に影響するものである。しかし、損失因果関係の問題は具体的な裁判において判断すべきである。したがって、人民法院が権利者の範囲を決める際に、投資者が虚偽記載の後に株式を購入した証拠（誘空型虚偽記載の場合はその逆）を提出できる限り、投資家が被害者となり得るので、人民法院はその者を原告として登

録すべきだと考えられる。全ての原告が賠償金を得られるかについては、裁判においての実体法審理にかけ、公表日の決定によって投資家の損失と虚偽記載の因果関係を定めるべきであると考えられる。要するに、人民法院が権利者の範囲を決める際は、あらかじめ公表日を決定する必要があるとしても、メディア公表日、立案調査日、自己訂正日等のうち、最も多くの投資家を包括できる時点を公表日として認定すべきだと考えられる。原告の範囲をできるだけ広く認めることにより、よりよく投資者救済に資することができ、民事損害賠償訴訟の基本精神に合うと考えられる。

2 新司法解釈には改善する余地のある規定が存在している

例えば、新司法解釈における誘多型虚偽記載と誘空型虚偽記載の区分はまだ曖昧である。言い換えると、ポジティブかネガティブかが不明な中性的な情報が存在する。これには、役員と高級管理職の選任・解任などのコーポレート・ガバナンスに関わる情報が挙げられる。誘多型虚偽記載か誘空型虚偽記載かという判断は、取引の方向性に関連し、適格があるかどうかに直結するため、中性的な情報に関する虚偽記載については、さらなる研究が必要となると思われる。

さらに、新司法解釈は投資家の損害軽減義務に関する規定を欠いている。中国の証券市場でよくあるのは、虚偽記載の発覚により株価が下落し、投資家が損失を被ったものの、その者が株式を売却しなかった状況である。その後、株価が一時的に上昇して投資家の購入価格も超えたが、その投資家が株式を売却せず、訴訟を起こす時まで保有したが、訴訟に影響される株価下落で再び損失を被ることがある。人民法院は、こういう合理的な期間内において損失回避措置を講じなかった投資家に対して損害賠償請求を認めるべきではないと思われる。

3 新司法解釈には実効性の欠く原則的な規定が存在する

例えば、新司法解釈第12条は、「原告が取引時において虚偽記載があることを知り、又は知るべきであること」、「虚偽記載が既に証券市場に広く知られていること」、「原告による取引行為は虚偽記載実施後に発生した上場会社の買収、重大資産に係る組織再編等の重大事件によるもの」と定めている。しかし、「知

るべきである」、「広く知られている」及び重大事件の影響範囲などは不明確さが残っているから、裁判官の自由裁量に委ねるしかないことになり、投資家に不利益を及ぶことが懸念されると思われる。

- (1) 中華人民共和国証券法(1998年版)第63条は、「発行者又は引受証券会社が、有価証券届出書、目論見書、決算報告書、有価証券報告書、四半期報告書、臨時報告書などにおいて、虚偽記録、誤解を招く記述又は重大な欠落があり、証券取引において投資者に損失を生じさせた場合、発行者又は引受証券会社は賠償責任を負い、発行者及び引受証券会社の取締役、監査役及び管理者は連帯責任を負うものとする」と規定する。
- (2) 2003年司法解釈第6条は、「投資者が虚偽記載により被害を受けたこととして、行政処分決定又は人民法院の刑事判決をもって、虚偽記載を行なった者に対して民事損害請求訴訟を提起すると、民事訴訟法第108条の規定に合致している場合に、人民法院はこれを受理する」と規定する。すなわち、虚偽記載に起因する民事損害請求事件は、規制当局の行政処分と有効な刑事判決を前提条件として、裁判所に提訴することで受理されるものとする。
- (3) 樊健『中国証券市場における虚偽記載民事責任の理論と実務の新展開』法律出版社2021年、99-101頁。
- (4) この文章にいう実施日は虚偽記載を行なった日であり、公表日は虚偽記載が公衆に知られる日であり、訂正日は上場会社が虚偽記載に関わる内容に訂正を加える日である。
- (5) この論文は虚偽記載を暴かれた日も行為者自分から訂正する日を区別せずに「公表日」という。
- (6) 新司法解釈第2条は、「人民法院は、監督官局の行政処分または人民法院の刑事判決がないことを理由に、虚偽記載民事訴訟を不受理することはできない」と規定する。
- (7) 2019年末に最高人民法院が公布した「証券紛争における代表訴訟に関する規定」第5条は、通常の代表訴訟を裁判に提起する場合、原告は「事件に関連する行政処分、刑事判決、被告の自認資料、証券取引所と他に國務院の承認を得た全国証券取引所からの懲戒処分あるいは自主規制措置が取られたことを証明できる書類等を証券不法行為の初歩的な証拠として提出することができる」と規定する。
- (8) 中国大陸における資本市場は、以下のとおり、三層から構成される。一つ目は、上海証券取引所、深圳証券取引所と北京証券取引所という三つの専門的な証券市場である。上海市場と深圳市場のマザーボード市場は通常「一板市場」と呼ばれ、中小企業板、イノベーション板と科創板は「二板市場」と呼ばれ、北京証券取引市場は新三板市場にかつて設置されていた精選ボード(セレクト市場)を変更したものである。二つ目は、國務院の認定を受けて設立された他の全国証券取引市場である。すなわち、新三板市場である。新三板市場は中小企業や他の市場参加者に向けてサービスを提供する市場であり、全国株式流通会社により運営されて証券の発行、上場、取引及び他の関連業務を携わる全国的な証券取引市場である。三つ目は地方株式取引市場であり、「四板市場」と呼ばれる全国各省の地方株式取引センターのことである。市場の性質をいうと、上海証券取引所、深圳証券取引所、北京証券

取引所と新三板市場は全国市場であり、オンサイト市場であり、集中取引市場である。一方、地方証券取引市場は地方的な市場であり、店頭市場であり、非集中市場であるから、集中取引を行うことはできない。

- (9) 耿利航「詐欺的市場理論に関する再考」『法学研究』2020年第6期。
- (10) 彭水「証券虚偽記載民事責任における因果関係」『法律適用』2022年3期。
- (11) 陳潔「虚偽記載に対する民事責任制度の新展開と規範的実現」、『法律適用』2022年第2期。
- (12) 新司法解釈第27条（誘多型虚偽記載における株式損失の算定）は、集中入札を利用する取引市場において、原告が虚偽記載によって当該株式を購入したことにより生じた投資差額損失は、次の方法によって算定することを規定する。（一）原告が実施日以降、公表日又は訂正日前に購入し、公表日又は訂正日以降、基準日前に売却した株式については、購入株式の平均価格と売却価格の平均価格の差額が売却した株式数を乗じた額とする；（二）原告が実施日後、公表日又は訂正日の前に購入し、基準日前に売却しなかった株式について、購入した株式の平均価格と基準価格との差額に売却しなかった株式数を乗じた額とする。一方、第28条（誘多型虚偽記載における株式損失額の算定）は、集中入札を利用する取引市場において、原告が虚偽記載により当該株式を売却したことにより生じた投資差額の損失を、次の方法によって算定することを規定する。（一）実施日以降、公表日又は訂正日前に原告が売却し、公表日又は訂正日以降、基準日前に買い戻した株式については、買い戻す株式の平均価格と売却した株式の差額に買い戻した株式数を乗じて算定する；（二）原告が実施日以降、公表日又は訂正日前に売却し、基準日前に買い戻さなかった株式については、基準価格と売却株式の平均価格との差額に買い戻さなかった株式数を乗じた金額とする。
- (13) 彭水「証券虚偽記載民事責任における因果関係」『法律適用』2022年3期。
- (14) 最高人民法院第二民事裁判部編：『証券市場虚偽記載事件の裁判に関する最高人民法院の司法解釈の理解と適用』人民法院出版社、2015年版、249頁。
- (15) 代表的な見解として、彭水「証券虚偽記載民事責任における因果関係」『法律適用』2022年3期。
- (16) 黎宏「刑法因果関係論についての検討」『清華法学』2022年第3期。
- (17) 新司法解釈第31条は損失因果関係の推定を明示していないため、実務では同条の解釈について争いがある。本稿は、第一層と第二層の判断を統合することにより、取引因果関係の成立を前提に、損失因果関係の成立も推定できると考える立場である。取引に導く原因は損失を招く原因でもあるから、「虚偽記載原因」と「損失結果」の間に変換する関係があると思われる。
- (18) 黎宏「刑法因果関係論についての検討」『清華法学』2022年第3期。
- (19) 樊健「我が国の証券市場における虚偽記載の取引因果関係に関する新問題」『中外法学』2016年第6期。
- (20) 新司法解釈第26条（基準日及び基準価格）は、「投資差額損失計算の基準日は、虚偽記載が公表された又は訂正された後に、裁判による原告が得られる賠償額を虚偽記載による影響額の範囲内に納めるため、虚偽記載による損失を計算するために決められた締切日であ

る。集中入札をとる取引市場において、公表日または訂正日から、虚偽記載に影響された有価証券の累積売買高が流動性のある株式の 100% に達した日を基準日とする。公表又は訂正の日から 10 日の取引日以内に集中売買の累積売買高が流動性ある株式の 100% に達した場合は 10 日目の取引日、30 日の取引日以内に流動性ある株式の 100% に達しない場合は 30 日目の取引日を基準日とする。虚偽記載の公表または訂正の日から基準日までの各取引日の終値の平均値を損失計算のための基準価格とする」と規定する。

- (21) 彭水「証券虚偽記載民事責任における因果関係」『法律適用』2022 年 3 期。
- (22) 康美薬品事件は、中国初の特別代表訴訟制度を用いる証券虚偽記載民事損害請求事件であり、これまで原告数が最多、金額も最大の上場会社虚偽記載民事訴訟である。2021 年 11 月 12 日、広州中級法院は康美薬品事件の一審判決を言い渡し、中小投資者サービスセンターが 52037 人の投資家を代理して約 24 億 5900 万人民币元の損害賠償を受けた。