

关于证券民事赔偿诉讼制度立法取向的再思考 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/479/2021\\_2022\\_\\_E5\\_85\\_B3\\_E4\\_BA\\_8E\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_c122\\_479529.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/479/2021_2022__E5_85_B3_E4_BA_8E_E8_AF_81_E5_c122_479529.htm) 关于证券民事赔偿诉讼制度立法取向的再思考对最高院《1.9规定》第十九条的深层次解读 《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》（因该规定于2003年1月9日公布，故又称《1.9规定》笔者注）施行后，在证券界、法律界引发广泛争议，随着广大中小投资者不断拿起法律武器起诉虚假陈述的上市公司，原被告双方已进入短兵相接的阶段，大庆联谊（600065）案的代理律师声称希望能够以判决的形式结案，以便为中国境内的证券民事赔偿诉讼制度留下一个颇具典型性的案例。如何理解并适用《1.9规定》，如何合理解读《1.9规定》第十九条，已成为广大中小投资者、上市公司及相关职业群体以及众多媒体关注的焦点。（一）关于证券市场系统风险的认定标准问题。《1.9规定》第十九条第四项规定：被告举证证明原告具有以下情形的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系：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；什么是证券市场系统风险？它的认定标准是什么？笔者在《关于证券民事赔偿诉讼制度立法取向的冷思考》一文中只是针对非系统性风险展开论述，对证券市场系统风险并未提及。实际上，这个问题是非常重要的，以什么样的标准来认定证券市场系统风险直接关系到投资者和上市公司的切身利益；差之毫厘将失之千里。传统的证券投资学理论认为，投资者面临的风险可以分成系统性风险和非系统性风险两大类，系统性

风险是指那些对证券市场产生普遍影响的风险因素，如利率风险、通货膨胀或紧缩风险、宏观经济状况变化风险、政府宏观经济政策变化风险等，它通过证券交易指数得到反映。目前，比较主流的观点认为系统风险以股指涨跌波动率为依据，以证券交易综合指数为基础，即以上海证券交易所综合指数、深圳证券交易所综合指数为依据。事实上，这种观点值得商榷。首先《1.9规定》第十九条第四项并未明确规定以指数为认定标准，这是其一；其二，以指数作为证券市场系统风险的认定标准，必须以证券市场股票全流通为前提，这是最基本的证券投资常识。而我国境内证券二级市场有占总股本三分之二的国有股、法人股不流通，但上海证券交易所在编制指数时，将非流通股也计入指数权重，导致许多流通市值小而非流通股本畸大的指数权重股被市场主力操纵而调控指数。传统上过去都是以沪指代表二级市场走势，但由于改变了新股上市计入指数的时间方式，使得指数失真度进一步加剧，沪指已兼而有反映一级市场定价的功能了，故此舆论才有沪指虚增失真的说法，据最近就此问题专门研究的报告揭示：仅仅改变新股上市计入指数的时间方式，就能使沪指产生15点上下的误差，尤其是进入2003年，当基金重仓买进所谓的“大盘蓝筹股”后，这些大量吞吃指数的权重股终于将沪指弄得面目全非。以中国联通、中国石化等10只超大盘股为例，由于10只超大盘股的流通股与总股本之比是1：10.3，超大盘股流通股的大幅上涨尤其是基金上半年增持的10只股票的平均总股本为48.7亿股，平均流通股本为11.2亿股，平均涨幅为45.96%，因而对指数的拉升起了四两拨千斤的作用。沪指目前虽然仍在1500点上下打转，但80%的股票早

已创出一年来的甚至是上市以来的新低，在1300点的下方苦苦挣扎，至今这些股票仍处于不断下探寻底的过程。由于中国境内证券场所独具的中国特色，由于几大指数走势的差异，究竟哪一个指数更能代表市场并由此判断系统风险委实是一个令人头痛的问题，在相关证券研究机构没有编制出更加科学合理并符合客观真实的指数体系之前，笔者坚决反对以目前的沪深指数作为判定系统风险的标准，不管它是综合指数还是成份指数，统统不足为凭。

（二）判定证券市场系统风险的标准之一流通市值法。采用什么标准才能客观真实地反映中国境内证券市场系统风险呢？笔者认为采用计算流通市值的办法能够妥善解决这个难题，但必须剔除同期上市新股的流通市值，以此才能恢复沪深大盘及个股的全貌。

（三）关于对《1.9规定》第十九条第四项规定的合理解读 依照《1.9规定》第十九条第四项规定，证券民事赔偿诉讼的被告承担赔偿责任的范围仅限于剔除系统风险等其他因素的部分，如若采用流通市值法，则会出现以下三种情况：（1）相应个股的流通市值缩水程度超过大盘流通市值缩水程度。（2）相应个股的流通市值缩水程度相等于大盘流通市值缩水程度。（3）相应个股的流通市值缩水程度小于大盘流通市值缩水程度。依据《1.9规定》第十九条第四项的规定，第一种情况下投资者在剔除“其他因素”后可以获得相应的赔偿。第二种及第三种情况下投资者将空手而回，一无所获。

（四）关于第一种情况下如何公平计算投资者损失的问题 前面已经提到，第一种情况下，相应个股的流通市值缩水程度大于大盘流通市值缩水程度，仅依《1.9规定》第十九条第四项规定的字面意思，投资者要想获得赔偿还需过第二道坎剔除“

其他因素”对股价的影响成份。这是否公平合理呢？

以000999三九医药为例，2003年7月29日，由湖南佳境律师事务所何飞律师代理的“11宗股民状告三九医药民事侵权索赔案”在深圳市中院开庭审理，庭审中，被告方认为，原告方的损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致。被告方举例说，在2001年4月2日至2002年3月8日间，原告之一李智所买的三九医药下跌了42.11%，而深圳成份指数同期也下跌了33.63%，000999三九医药是深市成份股之一，其下跌的幅度，流通市值的缩水程度均超过同期大盘。实事求是地说，自2001年展开的大熊市是由银广厦、中科创业、三九医药、ST九州等造假上市公司引发的诚信危机所造成的；从证券技术分析的角度说，这些股票是领跌股之一，是大盘下跌的领头羊，正是它们，打击了市场人气，将整个中国境内证券二级市场带向深渊，至今沪深证券市场依然还缓不过气来，每天几十个亿的低迷成交量，融资功能的丧失已经指日可待，从严惩造假者的角度出发，判决三九医药全额赔偿投资者的损失并不为过，因为无论是从基本面还是从技术面进行分析，三九医药都是大盘下跌的诱因之一。（五）关于对“其他因素”的合理解读在《关于证券民事赔偿诉讼制度立法取向的冷思考》一文中，笔者对“其他因素”即非系统性风险的构成已作了一个大致的归纳分类，但在如何剔除这部份“其他因素”对股价的影响成份方面，笔者并未予以展开，事实上这是一个相当棘手的难题，笔者为此也求教过不少证券界业内人士。由于国内证券二级市场的资金面构成的特殊性，造成沪深证券市场板块联动的现象相当明显，其对股价的影响力度丝毫不亚于大盘系统性风险。我们可以从2002年的

深圳本地股行情，2003年公募基金发动的大盘蓝筹股行情中看的一清二楚，在2003年上半年的蓝筹股行情中，20%的基金重仓股屡创新高，80%的股票屡创新低，个股间、板块间两极分化的程度愈演愈烈，大量的媒体用“一半是火焰，一半是海水”的字眼来形容这波形同鸡肋的行情。究竟该如何量化“其他因素”对股价的影响，我们只有摸着石头过河，但笔者倾向于采用流通市值法对“其他因素”予以剔除。（六）关于对《1.9规定》第十九条第三项规定的合理解读《1.9规定》第十九条第三项规定：被告举证证明原告具有以下情形的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系：明知虚假陈述存在而进行的投资；这项规定具有较大的不确定性，最高院的这项规定究竟用意何在？何为明知？让我们先来看看《1.9规定》第二十条第二款是如何规定的。《1.9规定》第二十条第二款规定：虚假陈述揭露日，是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上，首次被公开揭露之日；由于《1.9规定》第十九条第二项明文规定在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系，因此《1.9规定》第十九条第三项规定中的“明知”应当理解为是在排除了《1.9规定》第二十条第二款和第三款中的信息载体后的其它渠道获得的，换句话说，投资者信息的来源并非证监会指定的媒体，亦非全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体。假如投资者是从互联网上获知相关上市公司虚假陈述的信息，那是否构成明知呢？2003年6月，有网民在网上发表质疑长安汽车业绩的文章，引发了一场对汽车股业绩的大讨论，导致长安汽车董事会一再发布

澄清公告，这种情况下，是否构成明知呢？投资者究竟应该相信谁呢？结语随着对《1.9规定》第十九条的深入解读，笔者心情愈发沉重，总的感觉是这条规定可操作性极差，闲瑕之余，笔者反复仔细端详《1.9规定》第十九条和第十八条，愈看愈觉得有点“以子之矛，攻子之盾，何如？”的味道，第十八条可以说基本上否定了技术分析在证券民事赔偿诉讼中的作用，将依据技术面因素进行高位止损操作的投资者排除在索赔者之外，而第十九条第四项的规定却又涉及到技术分析，无论是采用流通市值法还是指数涨跌波动率等方法剔除系统风险等其他因素均为证券技术分析的方法。从这里，我们可以解读出管理层的矛盾心态，国内证券市场目前正处于“剪不断，理还乱”的混沌状态。如何才能制定出一个合乎中国特色的可操作性强的证券民事赔偿规则，是我们每一个法律界业内人士的职责所在。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)