

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

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/481/2021\\_2022\\_\\_E5\\_85\\_B3\\_E4\\_BA\\_8E\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_c122\\_481001.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/481/2021_2022__E5_85_B3_E4_BA_8E_E8_AF_81_E5_c122_481001.htm) 《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》已经开始施行，实践中，其中的若干条款备受争议，尤其针对第十九条，不少中小投资者怨言不断，笔者相信，这个司法解释的出台浸透了管理层的良苦用心，是“海归派”和“本土派”历时两年较量后的折衷产物，是自2001年由吴敬琏先生亲手点燃导火索引发证券市场大辩论后的智慧结晶。实践中，做为代理人的律师应当怎样理解并活用好相应的条款，笔者愿以管窥之见，作抛砖引玉之举。引言首先，对中国境内证券二级市场的现状作一个简要的回顾将有助于加深理解管理层构建证券民事赔偿诉讼制度的立法原意。还有一点需要说明的是，笔者在本文中一再提及管理层并非信手之笔，而是笔者相信，这个司法解释集中体现了监管当局的意志，是挂着最高人民法院名义的授权立法，深刻认识这一点，将有助于我们在代理活动中与监管当局取得良好的沟通。学过政治经济学的人都知道，上层建筑是为经济基础服务的，生产关系一定要适应生产力的发展，生产关系过分超前或者滞后都是不利于生产力的变革的，中国改革开放二十年来的社会实践已充分印证这一点，这在实体经济的政策制定上已没有任何争议，唯独对虚拟经济，对资本市场这一块，众说纷纭，莫衷一是，一直没有一个令人信服的结论。沪深证券市场十来年的发展历程，风风雨雨，是是非非，期间留下了不少惨痛的经验教训，至今也没有摆脱“一管就死，一死就

放，一放就乱”的怪圈，中国境内证券二级市场以换手率第一高居全球股市的榜首，套用一位资深老股民（现在是一家券商老总）的话就是：“在千万富翁和穷光蛋之间宽幅振荡”，用这句话来形容沪深证券市场的十年发展史一点也不过份。

一、关于证券民事赔偿诉讼的指导原则 最高人民法院的司法解释出台后，社会舆论大都认为管理层倾向于保护上市公司的利益，虽然，这个司法解释没有规定一个最基本的指导原则，但从字里行间，我们仍然可以理出一条清晰的脉络，我们知道，目前四大商业银行坏账率高居不下，间接融资比例高达90%左右，怎样扩大直接融资的比例，怎样做大做强中国的资本市场以支撑中国强劲增长的国民经济一直是管理层头痛的问题，由于占总股本三分之二的国有股和法人股的不流通，导致中国境内证券市场一出生就是一个畸形儿，国有股流通一直是悬在中国证券市场头上的一柄达摩克利斯之剑，历届证监会领导班子，出台任何一项有关资本市场的政策都是战战兢兢，如履薄冰。证券民事赔偿诉讼制度，作为我国证券市场规范化、法制化的一个有机组成部分，自然应当以有利于我国证券市场发展为最高原则，但同时我们不应忘记，沪深证券市场属于社会主义的新兴转轨市场，仍然是一个正在呀呀学语的婴儿，正如前任证监会主席周小川所说，这个阶段可以缩短，但不能跨越，任何与欧美等发达资本主义国家的所谓“成熟”“完美”股市盲目接轨的想法与做法都是非常有害的，作为我国证券市场规范化，法制化制度有机组成部分的证券民事赔偿诉讼制度也不应当例外，这个制度的建设应当走具有中国特色的道路，应当与我国证券市场目前所处的阶段相适应，而不是一味照搬欧美证券市

场现成的所谓的“成熟”“完美”经验，这是我们在着手进行我国证券民事赔偿诉讼制度建设所应当遵循的最基本的指导原则。

## 二、关于技术分析在证券民事赔偿诉讼中的地位问题

《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》中最具争议性的条款是第十九条：“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：在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券；” 这项规定将一部分依据技术面因素进行止损操作的投资者排除在外，其合理与否尚有待商榷。我们知道，证券投资虽然不是一门精确的科学，但它仍然属于科学的范畴，仍然是有一定规律可循的，证券投资的方法虽然五花八门，标准不一，但基本上可以分为技术分析派和基本分析派两大类，当然，它们之间并非泾渭分明，而是互有融合。但有一点却是毋庸置疑的，那就是证券行业是一个专业性、技术性极强的行业，基本面的变化会通过技术面反映出来。以000653ST九州为例，其董事会发布处罚公告是在2001年12月8日，在这之前，其股价的K线图已明显提示其基本面出现重大变化。2001年11月31日，ST九州低开高走带量创出阶段性新高并收出一根阳线实体长于上影线的中阳线，而且，这根中阳线的阳线实体长于2001年11月30日的那根带上下影线的小阳线实体，粗略看去，技术形态显示平台突破有效，后市趋势向好。但仔细分析，却经不起推敲，属于典型的技术骗线，主力已开始减仓，为什么这么说呢？我们用最简单的技术分析方法就可以看出其中的奥妙：2001年11月31日的成交量大于2001年11月30日的成交量，如果是真正的向上突破，应当有大于2001年11月30日的涨幅，但结果

却是收盘没有收在2001年11月30日的那根小阳线的上影线处，换句话说，2001年11月31日的收盘价位比2001年11月30日的收盘价位还低，典型的放量滞涨，量价背离走势，如果说还有人2001年11月31日的走势存在疑虑的话，那么到了下一个交易日，2001年12月3日的走势已经很明显告诉你，阶段性头部已经在2001年11月31日出现，这一天ST九州的成交量萎缩到只有上一个交易日的一半并收了一根小阴线，收盘价位已经切入上一个交易日阳线实体的一半，高位缩量，是一个危险的信号，股谚云：股市中什么都可以骗人，只有萎缩的成交量无法骗人，这么一个危险信号至少说明该股后市方向不明，随后，ST九州平台破位连续四个跌停板。这个例子清楚地说明技术分析的重要性，而将这部分崇尚技术分析及时高位止损的投资者拒之法院门外，于情于理都是值得考量的，毕竟我们这个证券市场仍然还是一个政策市、消息市、主力市。

### 三、关于股价异常波动的原因构成。

股价异常波动的原因构成在证券民事赔偿诉讼中至关重要。在《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》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；”这是一条极具杀伤力的条款，是证券民事赔偿诉讼中被告手上的一柄利剑，应当引起证券民事赔偿诉讼原告代理律师的高度重视。前面已经提到，我国证券市场是一个新兴的市场，是一个与欧美等发达资本主义国家证券市场迥然不同的市场，股价暴涨暴跌，大起大落的现象十分普遍，基本上，影响股价的因素划分为系统性风险和非系统性

风险两类，其中，非系统性风险大致可以归纳出以下几种：市场主力操纵导致个股股价的异常波动。机构短期内大量频繁进出某只个股造成股价异常波动。新股上市的低定位导致同板块其它个股价值中枢的持续下移。某只个股基本面突然恶化或有利空传闻引至股价大幅跳水，造成同板块其它个股向下寻求支撑（如前一阶段国电电力管理层出现问题导致的暴跌造成电力板块其它个股的跟风下挫就是一例。）个股主力出于短期融资的需要，频繁调整仓位，致使股价宽幅震荡，如德隆系旗下的湘火炬、新疆屯河、合金投资等个股。个股主力出于公关送礼的需要，操纵股价上窜下跳，巨幅震荡，这类个股常常在日K线上留下长长的下影线。上市公司虚假信息披露

上述七种因素只是一个大致的分类，实际上，我国证券市场股价异常波动的因素很多，由于国有股与法人股的不能流通，导致沪深股市不是以业绩来进行股价定位，而是以流通股本的大小来进行基本定位，不同的板块有不同的定位，如科技股与国企大盘股的定位就明显相差悬殊。

#### 四、关于恶意投资、操纵证券价格的理解问题

《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》第十九条第五项规定：“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：属于恶意投资、操纵证券价格的。”这是一条专门用来对付机构投资者尤其是私募基金等职业机构的条款。什么是恶意投资？恶意投资与善意投资有何区别？事实上，资本的本质就是它的逐利性，没有所谓善意投资与恶意投资之分。至于操纵证券价格的界定，则更是让人感到茫然，因为按照《中华人民共和国刑法》第182条第一项的规定，几乎所有

的机构都有操纵股价之嫌。这一项是这样规定的：“单独或者合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格的；”这种规定，不但将大部分机构甚至连一些擅长从事T O交易的民间大户也一网打尽，其合理性值得怀疑。事实上，相当一部分职业机构甚至连公募基金这样的国字头机构也对这种规定持保留态度，前两年闹得沸沸扬扬的基金黑幕事件已可见一斑。

### 五、关于机构投资者损失的确定

《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》第三十三条规定：投资差额损失计算的基准日，是指虚假陈述揭露或者更正后，为将投资人应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内，确定损失计算的合理期间而规定的截止日期，基准日分别按下列情况确定：揭露日或者更正日起至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日，但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算。按前项规定在开庭审理前尚不能确定的，则以揭露日或者更正日后第30个交易日为基准日。这条规定明显不利于机构投资者，因为前面已经提到，证券市场上什么都可以骗人，只有萎缩的成交量不能骗人，当个股主力用对敲制造虚假成交量时，100%换手的界定就失去了意义，而机构投资者通常持仓量大，它不可能象中小投资者那样几分钟就完成了全部的交易过程，而如果将卖单全部压出去，其结果只能是吓退下面的接盘，股价一泻千里，连续跌停也无法顺利出货，更不用说在价格上的巨大损失，一般只有个股主力资金链断裂，平仓盘蜂拥而出才会出现这种情况，非到万不得已机构投资者是不会采用这种出货方式的。因此，笔者认为，应当对机构投资者采用个案处理的方

式，而不能将其混同于中小投资者。事实上，自2001年6月以来的熊市，除了封闭式基金借助于其同门兄弟开放式基金的援手而得以稍稍恢复一点元气以外，大部分券商和私募基金等职业机构遭受重创，至今仍在苟延残喘，实力与往时相比已不可同日而语，这也充分说明了机构投资者清仓出货的难度大于中小投资者，简单地采用同一个损失确定标准是对机构投资者的明显不公平。结语党的十六大报告中提到要正确处理好实体经济与虚拟经济的关系，这不但是管理层的事，也是全国人民每一个人的大事，更是我们律师行业所必须研修的基础课。只有深刻理解了虚拟经济的本质，理清了资本市场的脉络，我们才不会将证券市场简单地等同于“赌场”，才不会出现现象中国股市第一案“中科创业”某些辩护律师面对媒体所犯下的错误。这也是我们每一个意欲从事证券类诉讼业务的律师所应当警醒的。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)