

# 中国证券民事诉讼的路还有多远?

——记李教授博士研讨班的一场讨论课

□ 方军雄

2002年12月12日,三大证券日报头版头条都刊登了证券业和司法界有关专家就证券虚假陈述民事诉讼司法解释的说明,据称将要出台的最高人民法院司法解释在年初发布的《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》基础上有三个重大突破:提起民事诉讼的前置程序大大扩展、诉讼方式可以采用共同诉讼方式、因果关系遵循“信赖

假定原则”。

2003年1月10日,最高人民法院正式发布第2号法释《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》,对诉讼方式、虚假陈述的认定、归责原则和免责事由、共同侵权责任和损失认定等技术性问题作出了详细的规定,2002年12月12日专家的说明基本上得到体现。

这一系列重大变化自然引起了多年来从事我国会计审计法律责任研究的复旦大学李若山教授的极大关注,也成为李教授在博士生讨论班上讲授的热点话题。2002年12月18日的晚上,在精心阅读了美国学者Beaver教授80年代的《财务呈报的革命》之后,一周一次最为激动人心的自由讨论开始了。

李老师(首先提起了讨论的话题):“各位同学,不知道大家有没有注意到最近关于证券虚假陈述民事法律诉讼的报道?2002年12月12日,《中国证券报》对外披露了正在制定中的关于证券民事诉讼的司法解释,据称我国的证券民事诉讼将会出现实质性的突破,报上主要列举了前置程序、诉讼方式和因果关系三个方面。2003年1月10日,正式的司法解释出台,三个突破终将与我们见面。我们是研究中国证券市场的博士生,看问题应当看本质,而不是人云亦云。今天,我们就来讨论一下这个拟议中的司法解释,看看它是否真正解决了困扰我国多年的诉讼难的制度瓶颈。”

话音刚落,活跃的小王就开始侃侃而谈:“李老师,有个根本性的问题

映的会计信息。(3)强调了国际会计准则应该得到严格的应用和执行,不允许偏离曲解。这不同于以往的要求,在1992年的国际会计准则前言中有这样一句话:“如果国际会计准则不同于当地会计准则,国际会计准则委员会的成员应该劝说相关的机构(主要是准则制定机构)与国际会计准则协调的好处”。这里隐含了这样的推定:IASC自己就认为企业有可能因本国会计准则与国际会计准则不一致而不遵循国际会计准则。(4)正式提出了“趋同”(Convergence)的概念,趋同就是标准化、一体化,亦即无论交易或事项在何处发生或披露,其会计处理和披露应该是相同的,在世界不同的司法管辖区相同的经济交易事项都应该使用一致的会计处理方法。

作为IASC的成员国,面对重组后的IASC,面对“高质量、全球性会计准则”的未来,我们的选择不外乎如下三种:(1)退出IASC,自力更生,单独搞独立的“国家化”会计准则或会计制度。(2)全盘接受IASC的章程和IASB制定的会计准

则。(3)部分接受国际会计准则,坚持本国特色的会计准则。

看来,我们不可能选择“退出”的途径,因为它背离了国家“改革开放”的大方向。在经济全球化大潮中,会计标准不可能国家化。坚持会计标准的国家化必然导致境内资本市场不可能为外国投资者认可,从而阻碍外资的引入。此外,有人已经注意到今后将有更多的国内企业因我国现时会计标准在成本核算上的问题而被进口国追究倾销责任,从而成为出口贸易的巨大障碍,这有违我国加入WTO的初衷。至于选择“部分接受,坚持本国特色”,首先涉及的一个问题便是:什么是我国会计标准的本国特色?现实的情况是,在我国会计准则中看到的许多所谓“本国特色”,并非是按我国经济发展和改革开放的要求设计出来的,而是过去计划经济体制的后遗症,恰恰是需要我们改革的。看远一点,会计准则的全球化趋同乃是不可阻挡的历史潮流。

(作者单位:江西财经大学)

责任编辑 周文荣

我就想不通,为什么披露虚假财务报告的上市公司一定要赔偿投资者的损失?我觉得虚假财务报告与买股票亏损之间根本不存在因果关系,中国大多数股民买卖股票根本不是投资,而是投机。”

李老师接过话头:“对了,前几天给MBA上课的时候,一个知名的股评家也说过同样的话。为此,他还举了最近一桩虚假报告民事诉讼案子的例子。该案几百名原告中有一位80多岁的老太太,眼睛不好,又不认识字,她买了那只股票,结果亏了。眼睛不好又不识字,根本不会也不可能看懂报表之后再去购买股票,你怎能说买股票亏损与虚假报告之间有因果关系呢?没有因果关系又怎能叫上市公司赔偿她的投资损失呢?所以,上市公司根本不应当承担任何民事赔偿责任,投资者理应承担自己投资失败的苦果。各位,你们觉得这位股评家的说法有道理吗?其中有什么逻辑上的缺陷?”

应用统计学方向的老周想了想说:“李老师,我觉得那位股评家至少犯了两个错误:一、从统计意义上说,目不识丁的老太太只不过是所有原告当中一个非常特殊的“异常值”,她不懂报表并不能代表其他人都懂报表,都没有看过,也就是说,异常值并不能合理推出总体;二、即使老太太看不懂报表,我们也不能排除她听了人家关于报表数据的解释之后再购买股票的可能,如果是这样,投资损失与虚假财务报告之间还是存在因果关系。”

习惯思考的小苏问道:“我也赞同你的观点,问题是因果关系怎么来确定呢?”

在会计和审计方面颇有研究的小方说:“这一点,拟议当中的最高人民法院司法解释已经作出了规定,遵循美国的司法惯例——因果关系推定(李老师插了一句:也叫信赖假定原则),也就是说,只要你是在虚假陈述行为发生之后一直到被揭露之前这段

时间购买该股票的,那么你在虚假报告被揭露之后发生的投资损失就自然与虚假财务报告存在因果关系。因果关系推定原则大大减轻了原告的举证责任,使得胜诉的可能性得到提高。当然,如果被告能够证明,原告明知虚假陈述存在而进行投资,或者属于恶意投资、操纵证券价格的,被告可以免责或部分免责。”

“对,信赖假定原则就相当于实行举证责任倒置,打破了传统民事诉讼法当中的“谁主张,谁举证”的原则。”

李老师接着说:“不过,假设虚假报告被揭露之后一段时间内股价下挫,投资者遭受了损失,他没有抛售股票,后来股票却往上涨,而且超过了他原始的购买价格,但是随后股票又下跌,因为股价的下跌他又遭受了损失,假设此时仍没有超过诉讼时效,他还有没有提起诉讼的权利呢?这种事情在我国证券市场是非常常见的,诸如资产重组、股权变更等。”

活跃的小王马上抢着回答:“李老师,这种情况下我认为该投资者无权索取赔偿。按照我国《民法通则》,当事人负有尽可能减少不当行为产生的损害的义务,由于受害者没有采取恰当的补救行为而增加的损害,法律可以不予支持。该投资者在虚假财务报告被揭露之后,本应在股价上扬的时候尽快清仓出局,他却置之不理,没有尽到《民法通则》中规定的减少损失的义务,该损失理应承担。而且,面对着股价的上涨,不能排除该投资者抱有看涨的投机期望的可能,此时虚假财务报告根本构不成被揭露之后发生损失的原因。”

话音刚落,李老师对《民法通则》进行了一番解释:“简单的例子就是,一个人被犯罪分子持刀伤害,倒在地上,他有责任采取补救措施,比如用衣物包扎伤口,或者直接赶到医院。如果他不作为,倒地躺着不起,最后因失血过多致死,犯罪分子至多承担伤害罪,死亡的责任则应由受害人承担。这就

是当事人负有减少损害义务的原则。”

教室里一片安静,众人不住地点头称是。

随后,李老师又转向了另一个问题:“ST嘉宝案是我国第一起“结案的”证券民事赔偿案件,大家有没有注意到其中有趣的一点,即原告彭女士拿到的“补偿”金额远远低于其提出的损失赔偿额(小金补充了一下:彭女士提起的损失赔偿额为1213.32元,最后拿到的“补偿”金额为800元,差额为413.32元),根据报道,这差额基本相当于损失发生期间大盘指数下跌的部分,即系统风险。我想问的是,在计算投资者受偿额的时候,应不应该扣除系统风险产生的损失?”

见解颇多的老颜急不可待地发言了(他现在在一个投资公司任职):“李老师,我的意见是应当剔除系统风险。投资者购买涉及虚假财务报告的股票遭受的损失包括两个部分,一是虚假陈述行为导致的损失,另一部分则是整个大盘下跌带来的个股下跌的损失,后者是即使没有虚假陈述行为也会发生的系统风险损失。如果不予剔除,显然是对作为被告的上市公司的不公。”

边上的老徐可呆不住了:“老颜,我可不同意你的观点。我们不妨做一个极端的假设,假设市场上只有两只股票,一只涉嫌财务造假,一只清清白白,涉嫌造假的公司被揭露之后,股价剧烈下跌,必然导致市场指数相应下跌,如果扣除所谓的系统风险,那么投资者的损失又能得到多大的赔偿,这不是对投资者的不公平吗?”

“是啊。”小佟点头说:“能否扣除系统风险,关键是能否分离出与虚假财务报告被揭露无关的正常的系统风险,而这一点现实中非常难以做到,尤其当涉嫌个股所占市值比重很大的时候。例如,2001年银广夏的十几个跌停板就导致深圳指数下滑许多,如果可以扣除系统风险,那么投资者真正可以获得的赔偿将会大打折扣。”

小金补充说：“事实上，2002年12月《中国证券报》对有关专家的采访当中也存在相互矛盾的地方。在被告享有的免责抗辩权利中，专家说被告如果能够证明原告的损失或部分损失由证券市场系统风险等其他因素所导致，被告可以免责或部分免责；而在投资者胜诉之后所能获取的赔偿中，专家们则表示将以其因虚假陈述行为所实际导致的损失为限，包括投资差额损失、损失部分的佣金和印花税、相关的利息损失，这里没有考虑系统风险。从美国的司法实践来看，他们也没有考虑系统风险，而是以买卖价差，或者买价与虚假信息被揭露日开始的90天之内的平均收盘价格之间的差额为限。此外要剔除系统风险，还涉及大盘指数如何选择的技术难题，是以综合指数为好，还是以行业指数、180指数或者其他为宜呢？这些都是法律操作层将面临的棘手问题。”

李老师总结说：“看来，从加大虚假陈述行为处罚力度、提高法律效率角度来看，不考虑系统风险也许是当前司法界可以采取的最优策略。好，接下来我们看一看涉及民事诉讼有效开展的另一个重要问题——被告的问题。究竟谁应当成为被告？按照2002年12月12日的解释，发行人、上市公司等可能成为承担赔偿责任的被告。今天，中国证监会首席律师陈大刚则进一步明确表示，在制定证券市场虚假陈述民事赔偿司法解释时，应处理好公平、公正与效率的关系，在弥补投资者损失的同时，要兼顾上市公司的清偿能力。看来，上市公司是难逃被告之劫了。我想问的是，就你们看来上市公司做被告合理吗？”

老颜赶忙发言：“不合理，我觉得应当由上市公司管理层负责赔偿，因为虚假财务报告是他们一手编造的，他们为了满足个人的私利掩盖不良的经营业绩，首先是公司总经理，然后是财务总监、总会计师，如果他们不编制虚假财务报告，虚假陈述行为也就不

会出现，投资者的损失也就无从谈起。所以，我认为应当加大他们的违规成本，施以重典，罚他个倾家荡产，警戒后来的管理层知危而退。”

老徐又不同意了：“老颜，我觉得这样又太过火了，我国民法讲的是‘罪罚相当’，不能动则施以重典。如果施以重罚的话，估计中国的管理精英们将会纷纷流失，有谁经受了那样的打击？”

沉默了许久的小金开口说：“我也赞同上市公司不应当成为被告的观点，李老师不是经常说这就相当于‘左边口袋掏的钱，再放到右边的口袋’，上市公司是投资者的公司，罚公司的钱不就是罚自己的钱吗？这一点，国外的司法实践当中提出了‘法人格否认’的理论，要求上市公司的控股股东承担赔偿责任，因为幕后的控股股东才是驱使虚假财务报告得以出笼的重要原因。这与会计上的‘实质重于形式’精神不谋而合。”

小方接着解释说：“‘法人格否认’，也就是戳穿公司的面纱。众所周知，公司法采取的是有限责任原则，即股东以投资的股份比例承担责任。但是，现实当中，大股东利用“有限责任”这个面纱侵害中小股东、债权人的行为屡屡发生，例如无偿占用上市公司资金、利用上市公司进行担保等等。司法实践中，当法官认为股东严重违背‘诚信义务’，滥用有限责任的时候，法官可以放弃有限责任的原则，而要求公司后面的控股股东直接承担法律责任。所以，我觉得在确定上市公司虚假陈述行为的被告时，首先应当确定谁是虚假陈述行为真正受益者、驱动者。在中国发生的虚假财务报告案件中，绝大部分涉及控股股东利用虚假报告融资圈钱，他们是虚假财务报告出笼的幕后主谋，管理层只是他们手中的棋子。如果在虚假报告案件中，控股股东没有获得任何经济利益，主要受益者是管理层，则应当让管理层成为被告。”

一直没有发过言的老姜也说：“对，我也赞同上市公司不应成为被告的观点。如果上市公司成为被告，那就不仅仅是‘左边口袋，右边口袋’的问题了，而是尚未逃离苦海的投资者为幸运逃离的投资者买单的问题。向那些抛售股票遭受损失的原告承担赔偿责任的公司，不是管理层的公司，也不是胜利大逃亡者的公司，而是那些逃脱不及的投资者的公司，如果要求上市公司承担赔偿责任，实际上就是要求他们不仅承担股价下跌的损失，还要为先前的同盟者买单，这还有公平可言吗？”

老颜反驳道：“这怎能叫显失公平？谁叫他们不赶快抛股逃命，这是他们为自己的麻木行动应当付出的代价。”

老姜接过话头说：“如果法律上确定上市公司作为被告，要求未逃脱的投资者为逃脱的投资者买单，那么虚假报告被揭露之后还有谁会去买股票？无量下跌，损失不是更加惨重？如果这样，那么这个损失最终又由谁承担？”

接下来，话题逐渐延伸出去，课堂上展开了诸如虚假财务报告的“原罪”、股市制度安排等根本性问题的讨论。

时间临近下课，李老师清清嗓子，做了总结：“今天，大家就我国证券民事诉讼的司法解释进行了深入而热烈的讨论，收获挺大。总的看来，2002年12月12日对外披露的拟议中的司法解释虽然有重大突破，有利于目前累积的证券诉讼案件的开庭审理，但是在被告的确定、损失赔偿额的确定等技术层面还存在许多悬而未决的问题，这肯定会影响诉讼案件的顺利审理。用一句话总结，就是进步很大，但未来要走的路还很长……”

（作者单位：复旦大学管理学院  
会计系）

责任编辑 王教育