

石家庄经济学院学术著作出版基金资助

证
券

民事赔偿基金制度研究

ZHENGQUAN

MINSHIPEICHANGJIJINZHIDUYANJIU

步淑段 著



中国财政经济出版社

石家庄经济学院学术著作出版基金资助

证券民事赔偿基金 制度研究

步淑段 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券民事赔偿基金制度研究 / 步淑段著. —北京: 中国财政经济出版社, 2009. 12

石家庄经济学院学术著作出版基金资助

ISBN 978-7-5095-1907-3

I. 证… II. 步… III. 证券投资-民事诉讼-赔偿-基金-经济制度-研究-中国 IV. D922.287.4 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 220235 号

责任编辑: 胡 博

责任校对: 李 丽

封面设计: 孙俪铭

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 8.25 印张 180 000 字

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1500 定价: 17.00 元

ISBN 978-7-5095-1907-3/F · 1594

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744



前言

笔者 2004 年 7 月至 2007 年 7 月在武汉理工大学管理学院攻读博士学位, 本专著是在 2007 年博士论文的基础上修改而成的作品。

最近几年国内外公司财务造假与欺诈事件频频曝光, 投资者损失惨重。因此, 他们迫切要求建立和完善证券民事赔偿基金制度, 实现其向造假者和侵权者索取赔偿的权利。本书研究的目的就是切实保护广大中小投资者权益; 有效遏制财务信息欺诈行为; 提升证券市场的公信力。

本书综合运用法经济学理论、作业链思想、风险分散理论、回归分析法、层次分析法和模糊数学等原理与方法, 以保护证券投资者权益为宗旨, 以国内外证券投资者保护制度为背景, 以证券民事赔偿能力研究为核心, 探讨了我国证券市场民事赔偿责任主体、案由和赔偿对象、资金来源、投资运作、民事赔偿能力、基金制度评价和保障系统等相关问题, 提出了一些新概念和富有建设性的对策。

本书主要内容共分七大部分: 第一, 国内外证



券投资者保护基金制度比较研究。总结了国内外证券投资者保护基金制度的经验。第二，证券民事赔偿基金制度理论分析。以法经济学理论为重点分析民事赔偿主体、责任分配、因果关系和资金来源等。第三，我国证券民事赔偿基金制度设计。以作业链思想设计证券市场侵权责任主体，并对财务侵权行为和民事赔偿对象等进行了辨识。第四，证券民事赔偿基金体系和资金来源研究。以上市公司、会计师事务所和证券公司为研究对象，建立了我国证券民事赔偿基金体系，详细分析了民事赔偿基金的12种筹资方式和投资管理策略。第五，证券民事赔偿能力研究。探索了证券民事赔偿能力的理论基础，设计了证券民事赔偿基金体系的综合赔偿能力的增强模型和回归分析模型。第六，证券民事赔偿基金制度评价研究。运用层次分析法设计了证券民事赔偿基金制度的评价指标体系，利用模糊数学方法构建了证券民事赔偿基金制度的评价模型。第七，我国证券民事赔偿基金制度建设保障系统研究。主张建立健全法律法规保障系统和全方位预警防范系统，系统探讨了提高我国民事赔偿能力的对策。

证券民事赔偿基金制度建设是一系统工程。本书初步设计证券民事赔偿责任主体，主张建立“三位一体”的证券民事赔偿基金体系及其明确的融资渠道，探讨了证券民事赔偿能力的增强模型和回归分析模型，构建了证券民事赔偿基金制度的评价模型，并对我国证券民事赔偿基金制度建设提出一些可操作性建议。



目 录

第1章 导 论	(1)
1.1 研究意义与立论依据	(1)
1.2 国内外研究文献综述	(7)
1.3 本书研究内容与方法	(18)
第2章 证券民事赔偿基金制度的比较 ..	(22)
2.1 证券民事赔偿基金制度的国际经验	(22)
2.2 证券民事赔偿基金制度的国内经验	(35)
2.3 国内外经验比较	(41)
2.4 本章小结	(44)
第3章 证券民事赔偿基金制度的经济理论分析	(45)
3.1 证券民事赔偿基金制度的概念和特点	(45)



3.2	证券民事赔偿基金制度的法经济学分析	(47)
3.3	理论与现实的差距分析	(65)
3.4	本章小结	(67)
第4章	我国证券民事赔偿基金制度设计	(69)
4.1	法律基础与组织模式	(70)
4.2	基于作业链思想的证券民事赔偿责任主体设计	(71)
4.3	证券市场侵权行为(案由)的辨识	(103)
4.4	赔偿对象、赔偿条件和赔偿程序的设计	(106)
4.5	本章小结	(113)
第5章	证券民事赔偿基金体系及其运作管理	(115)
5.1	证券民事赔偿基金体系的构建	(115)
5.2	证券民事赔偿基金的融资管理	(121)
5.3	基于投资组合理论的证券民事赔偿基金投资管理	(161)
5.4	本章小结	(169)
第6章	证券民事赔偿能力的理论分析与测量模型	(170)
6.1	证券民事赔偿能力的理论分析	(170)
6.2	证券民事赔偿能力的测量模型	(175)
6.3	证券民事赔偿个案的赔偿能力测量	(182)
6.4	本章小结	(186)



第7章 证券民事赔偿基金制度评价模型	(187)
7.1 证券民事赔偿基金制度的评价指标	(187)
7.2 证券民事赔偿基金制度评价模型	(191)
7.3 本章小结	(202)
第8章 证券民事赔偿基金制度的综合保障系统	(203)
8.1 法律法规保障系统	(203)
8.2 预警防范系统	(210)
8.3 本章小结	(215)
第9章 研究结论与展望	(217)
9.1 研究结论	(217)
9.2 研究展望	(220)
附录1 国内外典型证券财务信息欺诈民事赔偿案例	(222)
附录2 作者读博前后发表的与本书有关的论文	(233)
参考文献	(235)
后 记	(255)



第 1 章

导 论

1.1

研究意义与立论依据

1.1.1 研究意义

财务报告真实性是财务报告质量的首要特征，财务报告质量是一个企业生存发展的基石。一个弥漫着虚假和欺诈的财务信息市场，必定造成社会经济资源的极大浪费、软硬环境的巨大破坏和市场经济秩序的混乱。最近几年国内外公司财务造假与欺诈事件前仆后继，财务信息欺诈案例频频曝光，使上市公司和中介机构的信誉降至冰点，投资者损失惨重，信心几乎丧失殆尽，纷纷诉讼要求民事赔偿，建立我国证券民事赔偿基金制度的呼声也一浪高过一浪，市场面临严重的信任危机。财务信息的信任危机也使国企利用证券市场的投融资功能实现改革脱困的目标受到严重



威胁和挑战,给资本市场资源配置和改善公司治理结构功能的实质性突破带来无以言状的隐痛。著名证券市场独立撰稿人黄湘源在其著作《股殇》中认为,部分上市公司的虚假事件的根本原因是“冷在风里、穷在债里、迷在雾中、坏在骨里、黑在心里、烂在根里”^[1]。显然,一句简单的“股市有风险”是不可能让投资者心平气和的。投资者可以接受的风险是企业经营的不确定性,而不是人为的造假^[2]。人们普遍感到上市公司的违规违法成本太低,对违规违法者处罚太轻,谴责只限于道德层面,罚款不足以使违规者畏惧,禁入也没有太大的制约力^[3]。由此也产生了很多的证券违法违规和相应的民事赔偿纠纷案件。透过这些案件可知,自律机制和监控机制还不足以规范我们的证券市场,行政处罚和刑事责任已经不能有效遏制财务信息欺诈行为的泛滥,广大中小投资者迫切需要建立和完善证券民事赔偿基金制度,实现其向造假者和侵占其权益者索取赔偿的权利。

证券民事诉讼走过的是受理难、开庭难、判决难,赔偿执行更难的艰辛路程。就算投资者胜诉,得到的也很可能是“司法白条”。资不抵债的银广夏已无钱可赔、东方电子的账面上10亿元炒股收益数字只是雾里看花以及操纵股价的亿安科技4.49亿元非法盈利早已转移海外等,还不足以提醒我们对民事赔付能力的关注吗?责任划分得再清楚又有什么用?赢了官司又能高兴几时?

建立证券民事赔偿基金制度必须同时解决责任主体尤其是责任人的赔偿能力的问题,而不仅仅限于法律解释的完善。只有解决赔偿能力问题,责任主体的民事责任才有实际意义。否则投资者很可能在为终于打赢官司而欣慰时,却又发现实际所能执行的赔偿金额与损失相比只是杯水车薪,甚至还不足以抵偿诉讼成



本。解决这一问题的关键是建立责任主体的个人收入和财产申报制度、责任准备金和责任保险^[4]。虽然有关证券投资者保护机制讨论最多的是在证券界，但是财务信息欺诈不仅发生在证券市场，从发展的眼光看，应当将非证券市场的财务侵权行为问题一并解决，以避免日后上市公司违法有章可循，非上市公司违法受害者投诉无门的现象^[5]。总之，建立财务信息欺诈的证券民事赔偿基金，尤其是解决赔偿能力问题已经成为当前我国证监会、广大投资者、中介机构和证券界、财务会计界所共同关心的焦点问题。因此，对此问题的研究具有重大理论意义和现实意义。

本书研究的目的是让受害的投资者真正得到赔付，切实维护广大中小投资者的权益；有效遏制公司和中介机构财务信息欺诈行为；提升证券市场的公信力，维护证券市场健康发展秩序；健全我国相关法规以及完善与国际市场接轨的机制等。

1.1.2 立论依据

1. 证券市场健康发展和重建投资者信心的迫切要求

对众多财务信息欺诈事件，尽管证监会的处罚力度很大，但采取的仍然是行政责任，广大受害投资者并没有获得应有的赔偿。这种忽视对受害者补救的制度，显然不利于证券市场的长远发展，因为保护投资者是证券立法的首要目标。法律界人士认为应当建立和完善我国证券民事赔偿基金制度，主要出于以下考虑：第一，证券民事赔偿基金制度的建立和完善，尤其是实际赔偿能力的解决有助于化解社会矛盾，促进市场公正，增强投资者信心。第二，对于广大投资者尤其是中小投资者来说，通过证券民事赔偿基金，可以对投资者的损失进行司法救济，以保护自己



的合法权益。如果无视投资者的合法权益,则会使证券市场赖以存在的基础丧失,最终影响到它的发展。第三,对于证券市场的不合法行为,可以起到警示和遏制作用。因为违法者要面对高额民事索赔和行政罚款,面对着可能引发的一连串旷日持久的诉讼官司,他们就会反复权衡违法成本。“任何制度只有以责任作为后盾,才具有法律之力,权利人才可借此法律之力强制义务人履行其义务或为损害赔偿,以确保权利的实现。”^[6]

2. 避免证券投资者因公司破产而索赔无门的需要

当初我国建立证券市场的目的之一就是让国有企业脱困,通过股份制改造,建立一个在证券市场投资融资的平台。然而上市公司会计造假层出不穷,证券市场监管不力,法制在保护投资者利益方面无可奈何,严重挫伤了广大投资者的信心,从而使国有企业改革进入关键阶段。公司法人治理结构的形式化、国有企业连年下滑的业绩、投资者的不信任和监管者的重拳出击使得国有企业在证券市场上配股融资越来越困难,习惯输血而不谙熟造血的国有企业举步维艰。为了不使投资者由失望变为绝望,也为了国有企业重树形象,建立证券民事赔偿基金制度势在必行。而且有了证券民事赔偿基金,当造假企业被提起民事赔偿诉讼,可以按照司法程序动用所建立的证券民事赔偿基金进行赔偿,也不至于因为企业面临巨额民事赔偿而破产使投资者索赔无门。

3. 完善我国相关法规体系的迫切要求

建立健全我国证券民事赔偿基金制度是建立《民事赔偿法》、《个人破产法》,实现新《公司法》、《会计法》和《证券法》实际执行效果的要求。“重实体法、轻程序法”与“重行政、刑事责任,轻民事责任”是我国法律体系的两大特点。目



前《会计法》对证券投资者民事赔偿没有任何规定,2006年以前的《公司法》、《证券法》也只有简单的笼统描述。《民法通则》和《民事诉讼法》对民事侵权的原则性规定没有针对财务信息欺诈的具体问题进行详细解释,难以实际操作,或者存在理论上的争议。公众对财务侵权的证券民事赔偿责任的特殊性、完善《会计法》的民事赔偿责任条款基本认同。出现财务侵权行为,绝大多数都是吊销会计师或CPA的资格证书、责令停业或关闭、没收非法所得、罚款等行政责任,而投资者所要赔偿竟是不得其便。法律的空白使《会计法》、《公司法》和《证券法》实际执行力度大打折扣。制订《民事赔偿法》更是实现证券投资者民事索赔的迫切要求,而解决证券民事赔偿基金的资金来源问题是其能否成功的关键。

4. 证券市场、会计市场国际化的要求

随着全球经济一体化的不断发展,即证券交易国际化、证券发行国际化、证券制度国际化、证券市场国际化及资金国际化,一国在资本市场上已经不能再固步自封、盲目闭关,必须关注国际资本市场的一切发展动向。综观世界主要发达国家或地区的证券法规,多把证券交易中的证券民事赔偿基金制度作为一项重要制度加以规定。在西方国家让违法者胆战心惊的是民事赔偿而不是行政罚款和刑事责任。刑事可以假释保释,民事责任则使其倾家荡产,身败名裂,甚至有精神赔偿。民事责任是一种成本小的监控措施,只有对没有支付能力的违法者才给予监禁和其他处罚。为了加快我国证券市场的国际化步伐,必然借鉴其他国家的立法经验与司法实践,建立完善的证券民事赔偿基金制度,对于将来国际金融市场一体化条件下投资者保护的国际协调具有重要



的参考意义。

5. 相关领域研究成果的支撑

关于证券民事赔偿机制相关或相近领域的研究取得丰硕的成果。微观经济学的交易费用理论、公平与效率理论、风险分散理论、危险控制理论、保险理论、报酬理论、市场欺诈理论、作业链思想、制度经济供求理论等方面的研究成果，为本选题的理论基础和方法论提供支持。国内外关于证券投资者权益保护计划的法律基础、组织形式、举证责任、诉讼形式、赔偿金额、损失范围、赔偿资金来源等方面的研究成果，也为本选题的研究提供参考资料。

6. 笔者对本选题相关研究与学习积累

2001年5月笔者对证券投资者民事赔偿问题进行了初步研究，写成论文“证券市场会计信息欺诈的民事赔偿问题研究”，公开发表在2002年第4期《上海会计》上。2002年8月又在《经济论坛》发表《假账案为何屡查屡出》，继续关注此类问题。此后拜读李若山教授在《会计研究》2002年第4期上发表的“新《会计法》实施情况的问卷调查分析”一文后受到启发，产生了如何才能提高证券民事赔偿能力的想法。于是在2005年3月笔者大胆申请了国家自然科学基金项目《证券市场民事赔偿能力研究》。2004年至2006年主持的河北省教育科学“十五”规划重点课题《河北省大学生诚信评价体系和助学贷款方案设计研究》，其中一子课题为《大学生助学贷款风险准备金计提方法》。2005年3月在中石化西北分公司立项《全面预算管理体系的模式研究》中，提出了《中石化高管人员风险准备金预算》和《中石化高管责任险预算》这两子课题。2007年3月在《石



家庄经济学院学报》上发表了“证券民事赔偿基金制度评价研究”一文，不断深化对该问题的研究。

自2001年5月开始涉足证券市场民事赔偿机制的研究，尤其在2005年确定该选题作为博士论文以后，笔者阅读了大量关于证券民事赔偿制度的相关相近资料。这些为博士论文的写作奠定了坚实的基础。

1.2

国内外研究文献综述

1.2.1 国内外研究综述

1. 关于高管和CPA等责任主体的辨识和超强的纠错功能

胡汝银在2002年2月13日题为“公司治理与经营者持股”的学术报告中指出，西方国家有赔偿机制，如果你对股东造成损害，损害可能是客观的责任，也可能是你主观过错。现在英美是从客观推到主观过错上的，最后赔偿要有个人的一套信用机制和个人的收入账户做基点，不可能做洗钱。它们强调董事会要履行整个董事会的责任。比如欧美董事会不搞法定代表人大权独揽，而是集体负责制。在香港上市的红筹公司，如果贷款超过四千万港币就要四个以上执行董事签字，是集体董事负有责任。如果没有履行职责、忠诚责任及勤勉义务，相关负责人是要赔偿的^[7]。事实上，为了转嫁高管风险，保证高管的工作积极性，避免因过分顾虑责任而延误公司的重大决策，国外通行的有效办法是购买



高管责任险，由保险公司对高管责任进行保险。在美国等发达国家，上市公司购买这种保险的比例在 80% 以上。Shyam Sund^[159]对会计师和审计师的责任结构也进行了分析。

Albercht 和 Romney^[211]通过“29 面红旗”洞察公司财务舞弊信号，也为确定民事赔偿责任主体提供参考依据。王红漫和王胜春 2002 年 1 月 29 日在《中国经济时报》撰文指出，美国 1933 年《证券法》规定下列人员都可以成为被告，一起向持股受害人承担连带或比例赔偿责任：①任何签署了报告的人；②公司全体董事；③已经同意成为公司的人；④会计师、评估人员、工程师、其他编制和确认报告的专业人士；⑤证券承销商。对持股人的索赔要求，上述人员都有责任给予赔偿。尤其是连带责任的规定加大利益相关者的风险，持股人可以不对上市公司，直接起诉有关机构要求赔偿，而不必非要等上市公司破产倒闭无力赔付时，相关者才尽赔偿之义务^[8]。同时，由于上市公司在进行破产清算时，有担保的银行债权通常作为第一顺序被列入赔偿顺序，所以在破产赔偿案中，持股人往往从上市公司得不到补偿。将利益相关者列入被告，就使得持股人有了利益保障，可以和银行等债权人一样有平等的机会来保护自己的利益。

2002 年 7 月 30 日美国国会以压倒多数通过的《萨班斯—奥克斯利法案》，成立公众公司会计监督委员会，专伺 CPA 行业监督检查之职；增设公司董事会和高管人员的书面认证制度，增设违法个人和单位的高额惩罚赔偿机制（最高 20 或 25 年监禁，500 万美元罚款）；设立鼓励和保护举报人机制以瓦解内幕交易、操纵股价、流通股股东和非流通股股东的合谋者行为的制度创新；限制事务所向审计客户提供非审计服务；会计准则的制订由



以规则为基础转向以原则为基础^[9]。汤谷良、朱蕾介绍了布什十条建议：①公司定期报告必须由 CEO、CFO 以个人名义作出书面认证，这是该法案最令人瞩目的规定，也是令 CEO 和 CFO 们胆战心惊的规定；②禁止公司向 CEO、CFO 提供贷款；③公司财务报告存在重大违规，高管人员将丧失业绩报酬；④保护举报；⑤SEC 认为高管存在欺诈或不称职，可有条件或无条件禁止其在上市公司担任高管职务；⑥设立全部由独董组成的审计委员会；⑦设立公众公司会计监督委员会，专伺 CPA 行业监督；⑧禁止外部审计提供与审计无关的咨询服务；⑨淡化利润指标对公司价值的判断，提高经营 NCF 的作用^[10]；⑩财务信息欺诈所生债务不属于可解脱债务且不因破产而消失^[11]。这些表明美国对财务丑闻事件具有超强的纠错功能。

陈汉文^[12]和 Michael Ramos 等介绍了《Sarbanes - oxley Act of 2002》中最具有挑战性的第 404 条款的内容。404 条款要求上市公司根据《1934 年证券交易法》编制的每份年度报告都应包括内部控制报告^[13]。该报告首先应说明管理层对于建立和保持一套完整的财务报告内部控制结构和程序所承担的责任，并包括管理层对截止到最近财政年度期末公司财务报告内部控制体系及程序的有效性评价。其次，每个为上市公司编制或出具审计报告的注册会计师及事务所都应当验证并报告该公司管理层所作出的内控评价，该验证应遵照监管委员会发布或采纳的验证准则进行^[14]。

2. 关于诉讼形式

胡汝银介绍了美国虚假陈述等证券欺诈行为导致的集团诉讼。集团诉讼是指一个或数个代表人，为了集团成员全体的、共