

第一编

投资者权益与民事赔偿



## 为投资者的权利而斗争\*

不论是国民的权利，还是个人的权利，大凡一切权利的前提就在于时刻都准备着去主张权利。

法是不断的努力。不仅仅是国家权力机构的努力，而且是所有国民的努力。

——鲁道夫·冯·耶林

诉权无非是指有权在审判员面前追诉人们所应得的东西。

——查士丁尼

投资者是证券市场的基石，投资者权益是投资者的“天赋人权”，投资者信心是证券市场稳定和繁荣的根本支柱。证券市场上存在的信息不对称，上市公司管理者在“委托—代理”模式下的“有限理性”和“机会主义”机构在市场博弈中的优势地位，以及行使公权力的管制机构，易为市场既得利益者所“俘获”，使得投资者权益受侵犯、遭践踏，成为一种全球性的现象，而在我国的表

\* 本文根据作者 2001 年下半年至 2002 年上半年分别在中国人民大学、对外经济贸易大学、北方交通大学、华东政法学院等高校的公开演讲整理而成。

现尤甚。经验表明，只有充分保障投资者的利益，才能从根本上促进资本市场的良性发展，为企业融资提供更为广阔的空间。投资者的主观权利一旦受到侵权者、欺诈者的侵犯，我们的社会就必须与这些侵权者、欺诈者进行斗争。西方法学家耶林在其名著《为权力而斗争》中指出：世界上一切的法都是经过斗争得来的，所有重要的法规必须首先从其否定者手中夺取；不管是国民的权利，还是个人的权利，大凡一切权利的前提就在于时刻都准备着去主张权利。投资者，尤其是中小股东的权利，也必须通过不断地斗争才有可能得到实现，得到保护。

为投资者争取权利，实现权利，保护权利，无论是对国家、社会而言，还是对参与其中的个人而言，都注定是一个艰辛的过程。但只要有坚定的信念和意志力，大到一个民族，小到我们个体，最终都能达到成功的彼岸！经过全社会的努力，投资者利益保护的各种机制最终会建立和完善。

### 中国证券市场：投资者权益遭受重创

近几年来，我国证券市场中的一系列欺诈大案相继曝光，投资者权益遭受了巨大损失。可以说，中国证券市场发展 10 余年来，特别是进入 2001 年，市场中很多深层次的问题，才得到了比较彻底的暴露。这一年多来，通过新闻媒体对大案、要案的曝光，引起了投资者、社会公众、专家学者、政府机构、立法部门的高度重视。从比较典型的案件来看，证券市场中损害投资者利益的案件可以归纳为以下几种类型：

第一类：大股东和上市公司之间发生损害中小投资者权益的关联交易。其核心是大股东利用自己的控股地位掏空上市公司。例如猴王案件，猴王的资产 3.7 亿元，负债 23.96 亿元。猴王的控股公司猴王集团要破产，由于猴王集团挪用上市公司的钱，以及由上市

公司给它的债务进行担保，从而导致猴王上市公司面临破产。据资料披露，猴王集团及其子公司共欠猴王上市公司 5.9 亿元，猴王上市公司还为猴王集团及其子公司担保 4.59 亿元贷款。猴王破产当然不等于上市公司破产，但是由于上市公司和集团公司之间通过关联交易形成的巨额债务得不到清偿，这就必然殃及上市公司。

再如深圳三九医药上市公司案例。三九医药是著名企业家赵新先先生创立的公司。证监会通过调查发现，三九医药股份公司在信息披露的真实性、准确性和完整性，公司治理结构的规范性，公司的独立性，募集资金使用与招股说明书的一致性及变更程序等方面，存在严重问题，特别是资金管理的安全性方面问题尤其突出。截止到 2001 年 5 月 31 日，三九医药股份有限公司大股东及关联方占用上市公司资金超过 25 亿元，占公司净资产 96%，严重地侵占了广大中小投资者的利益，直接威胁到上市公司的资产安全。

大股东挪用上市公司资金的危害是什么呢？主要表现在：其一，加大了上市公司的财务风险。上市公司由于其巨额资金被大股东及关联方所占用，势必出现资金紧张的状况，银行借款及资产负债率会随之增加。此外，一旦大股东财务状况恶化，势必殃及上市公司。其二，削弱了上市公司的可持续发展能力。募股资金遭大股东及关联方占用，使得上市公司未能够完全按照预定计划投入募股资金使用项目，投资延缓、投资不足会影响企业的发展后劲，最终将使企业失去持续经营能力。其三，损害了中小投资者的合法权益。大股东一方面通过占用上市公司资金直接侵害了中小投资者的合法权益；另一方面出于圈钱考虑，采用各种手段，甚至不惜利用虚假财务报告，掩盖上市公司被“掏空”的事实，误导中小投资者。

第二类：虚假包装、虚构利润。一些企业本身不够上市条件，但是通过包装以后却上市了。证券市场上很多公司和中介机构理直气壮地用“包装”一词，因为这就和演员需要包装后面对观众一

样，上市公司也要包装才能面对投资者。但是有一些人却把包装和欺诈、作假联系在了一起。一个人的脸上如果有点缺陷，擦点粉可以弥补一下；脸上有严重的瑕疵，化妆会把本质的缺陷全部进行掩盖。作为人，是一种形象美化，包装自己是对别人的一种尊重。但是如果上市公司也这样，把自己的本质缺陷进行掩盖，而不是加以整改、规范、披露，那就等于是从投资者那里骗钱，这在道义上和法律上都是不允许的！郑百文和银广夏两家上市公司就是虚假包装、虚构利润的典型。

据资料显示，郑百文发行上市阶段在其披露的相关年度报告中称：1994年该公司净利润为2 513万元、1995年为2 740万元。而事实上，郑百文在上市前的1994~1995年，采用虚提返利、少计费用、费用跨期入账等手段，虚增利润1 908万元。其中：1994年284万元，1995年1 624万元。在上市后的持续信息披露中，郑百文在相关年度报告中称：公司1996年净利润为4 989万元、1997年为7 843万元、1998年为-50 241万元。但实际上，郑百文上市后3年采用虚提返利、费用挂账、无依据冲减成本及费用、费用跨期入账等手段，累计虚增利润14 390万元。

但是郑百文和银广夏相比，则是小巫见大巫。郑百文虚构了16 298万元利润，而银广夏却虚构利润7亿多元。证监会通过调查发现：银广夏通过伪造购销合同、伪造出口报关单、虚开增值税专用发票、伪造免税文件、伪造金融票据等手法，虚构巨额利润7亿多元。

如果在发行后上市前发现作假的，也有面临撤销上市资格的可能，目前的一个典型案例是通海高科。通海高科于2000年6月30日以每股16.88元的价格，向社会公开发行1亿股上市流通股份，募集资金16.88亿元。发行募集结束后，有人举报通海高科的公开募集文件含有重大虚假内容，中国证监会随即做出通海高科股票暂

缓上市流通的决定，并展开立案调查。<sup>①</sup> 通海高科已将大部分募集资金挪用，投资者持有的股票又不能马上上市，怎么办呢？投资者当然完全可以起诉。但是投资者有矛盾，因为一旦起诉，通海高科就更不能够上市，就得退还股东投资款加上投资款的银行同期存款利息。但是通海高科把资金大多用了，还不起钱，当然，券商可以承担连带责任，但因为我国的证券公司大都是国有投资银行，涉及国有利益问题。这就向证监会提出了一个难题：证监会是否敢于支持投资者向证券公司索赔？

股份公司作假，除了公司大股东和高管人员的主要责任外，与一些中介机构也有直接的关系。证券市场曾经流行的一句顺口溜：“券商骗子多 会计师傻子多 律师点子多”就是对市场中介参与作假的一个生动描述。

第三类：股价操纵。最典型的的就是中科创业和亿安科技。在中

<sup>①</sup> 2002 年 9 月 7 日中国证监会依法撤销其对通海高科股票公开发行的核准决定。中国证监会对调查中取得的有关财务会计证据材料的分析显示，并入通海高科的江门电视机厂和江门销售公司，于 1998 年、1999 年两年合计虚构电视机生产销售 146 万余台，合计虚构主营业务收入近 35 亿元，合计虚构主营业务利润 5 亿多元。调查中还发现与上述虚构的财务会计数据相关的、虚开的增值税发票 1 000 多张，合计金额近 16 亿元，以及伪造、变造的银行承兑汇票、银行进账单、银行对账单等金融票证。此外还涉嫌偷漏税金 2 亿多元。通海高科在其股票发行申请和公开募集文件中使用了江门电视机厂和江门销售公司上述虚构的财务会计数据，将其 1998 年、1999 年两年的主营业务收入公布为 25 亿元和 15 亿元，主营业务利润公布为 4.3 亿元和 2.5 亿元。通海高科的财务会计文件由此存在重大虚假记载。根据《公司法》第 137 条、第 152 条关于申请股票发行上市的公司最近 3 年内财务会计文件必须无虚假记载的规定，通海高科不符合股票发行上市的条件。根据《证券法》第 18 条的规定，中国证监会对通海高科股票公开发行的核准决定予以撤销，通海高科由股票发行所获的募股资金退还投资者。考虑到通海高科已将大部分募股资金投入了使用的情况以及股份持有人不同的市场投资需求，为了切实保护投资人的合法权益，吉林省人民政府积极组织有关各方制订了“股份换购”的清退方案。按照该方案，通海高科的社会公众股份持有人除了可以依法要求返还现金外，也可以换购另一家拟上市公司的股份，换购后的股份经核准后可以上市流通。吉林省政府选定吉林能源交通总公司持有吉林电力股份有限公司的股份作为换购股份。

国证券市场上第一个自曝操纵内幕的是中科创业的庄家吕梁。1998年12月至2001年1月间，吕梁和朱焕良合谋操纵中科创业（原名为康达尔）股价，在全国20余个省市120余家营业部，先后开设股东账户1500余个，其间最高持有或控制5600余万股，占流通股的55.36%，中科创业的庄家将自己认为是“臭狗屎”的一只股票，从10多元炒到了80多元，其做庄系列股票的市值高峰时多达100亿元。此后，中科创业庄家发生内讧，自2000年5月16日起，其股价以49.18元的除权价开盘后一路下跌，至2000年12月22日跌至33.59元，下跌31.70%以后再连续9个跌停板，引发中科系列股票如中西药业、岁宝热电、莱钢股份等纷纷下跌。事后发现，涉案违规资金高达54亿元。

第四类：重大遗漏或隐瞒。通常为一些上市公司将其不利信息向投资者故意隐瞒，从而欺骗或误导投资者入市，在《证券法》中称为“重大遗漏”。比如2001年9月3日挂牌上市的华纺股份，在上市前就隐瞒了其第一大股东华诚投资管理有限公司持有的250万股国有法人股遭遇重大诉讼的信息。而在上市后于2001年9月5日才发布了一个“补充公告”，并辩称是由于华诚投资管理有限公司内部人员变动导致档案文件管理混乱，未能及时向中介机构提供充分、完整的公司重大诉讼事项。

第五类：内幕交易。即利用内幕信息为自己或他人牟取非法利益。以基金管理公司为例，它本来应该是为投资者进行理财的公正的专业机构，可以起到稳定股市的作用，可是上海证券交易所的一个北大毕业生的一份关于基金黑幕的内部报告，却反映了基金操作中存在普遍的内幕交易和价格操纵。令人震惊的是基金公司自己做庄。还有一种内幕交易就是打着重组的旗号，在二级市场上炒作股价。市场上的一些收购一反收购案例，表面上将双方争夺控制权的游戏演得轰轰烈烈，实际上是在给投资者做局，让中小投资者跟进，而他们却逢低吸纳，逢高抛售，使很多不明真相的投资者上当

受骗，损失惨重。

上述损害投资者权益的行为，尽管表现各异，但追根溯源，主要来自两股力量，一股是来自市场本身的力量。市场强势集团，拥有资金，拥有信息，一些还具有身份上的优势，像国有企业、基金管理公司，证券公司等，他们往往利用资金、信息和身份优势为集团或个人牟取暴利，从而损害中小投资者利益。另一股力量来自管制机构。也就是能够参与市场的监管、经营或进行资源分配的机构。管制机构（包括政府型和自律型）由于存在信息阻塞、主观偏好、刚愎自用、官僚主义等特点，某些政策的制定、决策的出台往往没有充分顾及到市场参与各方和普通投资者的利益，从而诱发市场出现不公正现象。创业板销声匿迹和国有股减持搁浅是管制失败的“经典”之作。管制机构至今也没有勇气面对市场给出真实的信息。决策不当或太过轻率都会引发市场的震荡，对投资者造成损害。

证券市场上损害投资者权益的行为，引发了以下四个危机：

一是信任危机。很多中小投资者对管制机构失去信任，对证券市场中的公开、公平、公正原则失去信任。比如一位亿安科技的受害股东就曾这样说：“我在报纸上看了对亿安科技的报道，报道说要保护投资者，我是流着眼泪看完的，痛苦和感激的泪水混在一起。我对中国股市已经失去了信心，我用血汗的事实动员我周围的同志千万不要炒股。我认为庄家是骗子，政府里的一些腐败官员是更大的骗子。”从这里我们可以看到老百姓对证券市场产生了信任危机。

二是信心危机。欺诈行为所导致的不公正现象，使中国股市正遭受着前所未有的信心危机，一些经济学家谈救市，然而如果不清除市场中的不公正现象，恢复不了人们对市场的信心，再好的救市措施也未必能起到根本的作用，所以有的学者就说十个政策还抵不上一个信心，例如最近印花税降低、国有股减持叫停，但股市并没

有给予正面的回应。

三是道德危机。一个社会的规范可以分为两类：一类是内在的规范，没有规范的表现形式，主要通过长期的演进所自然形成，通过对社会成员内心活动的调控实现对社会成员行为的调整，进而在人类社会的活动中起一个基础性的作用，以道德为其典型形式；另一类是外在的规范，由主体制定，有规范的表现形式，通过直接对行为的调整实现其调控功能，一般有一系列强制性保障其实施的机制，以法律为其主要的表现形式。第二类规范的监督、实施成本都是相当高的，况且，外在的调控机制有其固有的缺陷，因此，虽然社会逐渐法制化，但是道德一类的内在调控规范也仍具有其自身的价值。道德这样的规范在证券市场同样有着重要的作用，发达的证券市场不仅需要完善的法律体系，同样需要成熟的道德体系的支撑。正因为有着一系列道德规范的调控，证券市场各个利益主体之间的协调成本才大大降低，会计师、律师等专业人士才能赢得广大投资者的信赖。然而，最近一系列欺诈大案的揭露，涉及证券市场包括政府监管机构、发行人、券商、中介机构等各类主体，整个证券市场的道德体系面临着崩溃的危险。这种道德的重建比法制的重建要艰难的多。

四是法制危机。我国证券市场建立时间不长，各种法律制度很不完善，尤其是与证券民事责任相关的法律制度，既包括实体上的，也包括程序上的。欺诈案件出现以后，现有法律制度、司法体系不能为投资者提供相应的保护机制。

### 从亿安科技案看投资者受损情况

亿安科技（上市公司）案是一件典型的上市公司控股股东操纵二级市场股票案。实际控制人设立和管理的四个庄家，把亿安科技的股价由五六元钱一直炒到 126 元多。这四个庄家分别是

广东兴盛投资顾问有限公司、广东中百投资顾问有限公司、广东百元投资顾问有限公司、广东金易投资顾问有限公司。上述公司从 1998 年 10 月 5 日开始，集中资金，利用 627 个个入股票账户和 3 个法人股票账户，大量买入在深圳证券交易所挂牌交易的亿安科技股票（当时的亿安科技称为深锦兴，代码为 0008，也就是在这个时候深锦兴开始进行重组。但是重组还没有开始，却已经安排开始炒股，炒股和重组相互配合）。1998 年 10 月 5 日，四家公司仅持有流通股 53 万股，占流通股总数的 1.52%。到 2000 年 1 月 12 日，四家公司总共持股 3 001 万股，占公司流通股总数的 85%，已经完全控制了盘面。亿安科技的股价经过操纵以后，从 1998 年 8 月的 5 元多涨至 2000 年 2 月的 126.31 元，涨幅高达 21.5 倍。其中在 1999 年 10 月 25 日至 2000 年 2 月 17 日的 70 多个交易日内，股价就由 26 元左右被操纵到 100 元以上。操纵的手法主要是通过其控制的股票账户，以自己为交易对象，进行不转移证券所有权的自买自卖，影响股票的交易价格、交易量，制造虚假的股票行情。

根据中国证监会查处的结果，至 2001 年 2 月 5 日，四家公司控制的 627 个个人股票账户和 3 个法人股票账户共实现盈利 4.49 亿元，当然这仅是理论上的盈利。根据媒体披露的情况，四家公司曾经最高盈利达到 20 多亿元。

四个庄家把股价从五六元操纵到 126 元的过程中，上市公司通过发布一系列虚假和误导性信息进行了配合。亿安科技的最终控股股东是亿安集团，直接控股股东是从属于亿安集团的亿安科技控股有限公司，所以上市公司只是集团公司的一个“孙子”公司。其中的关键人物是罗成，他既是“爷爷”公司的董事局主席、“父亲”公司的董事长，还是“孙子”公司的法定代表人。在他幕后操办建立起来的四个庄家公司中，他没有自己出面担任法定代表人，据媒体披露，他的司机当了一个庄家公司的法定代表人，他的侄女是另两个庄家公司的法定代表人。

亿安科技股价操纵案的背景与内幕，国内媒体作了大量报道。《人民日报海外版》2001年5月19日在题为《庄股时代的金字塔，亿安科技股价操纵案及反思》的文中作了如下描述：

亿安科技原为深锦兴 A，是一只 1992 年上市的房地产股票。翻开深锦兴 A 1999 年的年报：其每股净值仅为 1.17 元，每股未分配利润为 -0.796 元，经营业绩很不理想。但就是这样一只股票，由于盘小易控，被主力机构从 1999 年初的 9 元左右，炒作到 2000 年 2 月 17 日的 126.31 元的历史天价，控盘机构的账面盈利一度达到 20 多亿元！经过巨量换手后，又在 2001 年初跌至 20 多元，成为中国股市首家跌幅达百元的股票，中小投资者损失惨重。亿安科技控盘主力机构集中大量资金，肆无忌惮地炒作，成为中国股市庄股投机的登峰造极之作。

1998 年，中国股市正值调整，投资者普遍缺乏信心。由于连年房地产不景气，深锦兴 1998 年发生巨额亏损，每股收益 -0.85 元，调整后每股净值也在 1 元以下，成了投资者眼中的垃圾股。但由于深锦兴的流通 A 股仅为 3 529 万股，占总股本的 50%，法人股比例也在 30% 以上，且股权相对集中，这样的特点便于机构制造题材投机炒作，于是广东省四家投资顾问公司自 1998 年 10 月 5 日起，集中资金，大量买入“深锦兴 A”，其后股价一直在 8 元左右放量震荡。在吸足了低价筹码后，1999 年 1 月深锦兴 A 结束调整，突破 10 元放量启动。不久，广东亿安科技公司便通过受让法人股成为深锦兴的第一大股东，对深锦兴进行资产重组，并更名为亿安科技股份有限公司，主营业务也变更为“电子通讯、数码科技、网络工程、生物工程产品的开发及销售”。就这样，主力机构精心包装的“亿安科技”出场了。

深锦兴 A 是从 1999 年 1 月开始大幅拉升的。到同年沪深股市“5.19”行情启动时，深锦兴 A 股价已经翻了一番，达到了 16 元。但这点涨幅相对亿安科技其后的表现，只不过是牛刀小试。由于

“5.19”高科技股、网络股全面爆发并喷行情，深锦兴 A 的主力占据天时，股价一路高打高走。与股价默契配合的是亿安科技公司的资产重组工作也进行得有声有色：收购广东万燕集团、转让房地产项目和出售子公司，投资参股“中国眼科医学信息网”，公司方面称其经营重点将逐步转向高科技产业。就这样到 6 月 30 日“5.19”行情开始调整时，更名为亿安科技后的深锦兴 A 股价接近 35 元。

1999 年 10 月，经过横盘整理的亿安科技突然放量拉升，而此时大盘仍在调整。面对亿安科技其后连续的上涨，市场人士普遍不明就里。只是有传闻说亿安科技正与清华大学谈合作。到 1999 年 12 月，公司公告称与清华大学合作轻型电动车项目，但投资额只不过 1 020 万元，而此时亿安科技的股价已经站在了 40 元。

2000 年股市一开盘，亿安科技便放量上涨，在其后的 15 个交易日中连续收阳，股价升幅 100%，达到 80 元。根据后来公布的资料，庄家的持仓量最高时是 2000 年 1 月 12 日的 3 001 万股，占流通股的 85%，而当天亿安科技的收盘价是 54.69 元。也就是说，在其后 16 个交易日 70 余元的巨幅拉升过程中，主力并没有增仓，甚至对亿安科技股票还有所减持。从当时每日分时盘口观察，股价经常是沿着 45 度角向上稳健攀升，成交逐步活跃，并且往往以盘中高点收市，这种走势对短线资金很有吸引力。更值得一提的是，在亿安科技连续 22 个交易日达 200% 升幅之中，没有一个涨停板，从而避免了交易所关于连续 3 个交易日达到涨幅限制必须停牌、发公告的要求。可见主力操盘手法颇为老到。

亿安科技的主力为什么敢这样大幅拉升呢？主力庄家抓住了中小投资者的弱点：简单认为股票的上涨必然和实质性利好相关。所以当亿安科技连日大涨时，媒体和股评正在忙于挖掘亿安科技到底还有什么题材，投资者也纷纷猜测这只股票能否涨到 100 元。庄家却在暗地里大笑：“何必那么认真呢？不过是场金钱投机游戏。”主力机构乘大盘好风借力，再度发力上攻，一举突破百元大关，并在

2000年2月17日创下沪深股票实施拆细后市价纪录126.31元，当天换手5.14%。主力利用混乱局面逐步脱身。

当时的互联网络提倡“注意力经济”，强调“眼球就是效益”。亿安科技股价率先突破百元后，其在市场的知名度也急剧攀升，亿安科技暴富神话甚至成为人们街谈巷议的焦点。让我们来假设：以当时沪深两市开户股民3000万账户左右计算，只要有1%的股民经不起诱惑决定搏取短利，并且每位股民只购买1手（100股）亿安科技股票。亿安科技的全部流通A股就已经被市场消化了。事实上，亿安科技股价在80元以上停留4周，换手率达50%，其后，亿安科技在65元左右盘整了8个月之久，主力有充裕的时间来完成大部分的出货任务。

2001年1月10日，中国证监会宣布调查亿安科技股价操纵问题。受该消息的影响，亿安科技从1月9日收盘价的47.40元，连续5天缩量跌停。到第6天即1月17日亿安科技以跌停板25.19亿元开盘。股价很快被大量抄底资金托起，但抛盘也十分汹涌，当天换手率达50%，成交金额4.6亿元。其后两个交易日股价继续放量下挫，至2月5日的22元才止跌反弹，从技术上显示原有投资者套现愿望异常强烈。果然，中国证监会在以后发布的公报中称：“截至今年2月5日，上述四家公司（即主力庄家）控制的股票账户共实现盈利4.49亿元，股票余额77万股。”原来是迫于证监会的调查压力，主力在这几天不计成本地抛售手中剩余的亿安科技股票。

证监会处罚亿安科技庄家以后，人们都以为四个庄家肯定会把牟取的暴利按证监会的要求汇入指定账户。庄家到底交了多少，没有一个确切的新闻。一些记者打电话到证监会和证监会指定账户的银行，一概是“无可奉告”。但据我所知，证监会只是收到了变卖余股的1000多万元，其他罚没款杳无音信。一位深圳的业内人士在电话上告诉我，庄家炒股开户、提现均用假身份证，并和银行工

作人员勾结，一旦钱从银行提走，根本无法追查。这样一来，证监会的罚款和没收基本上只具有象征性意义。

操纵股价为什么能够得逞？我认为，至少有以下几个原因：

- (1) 机构大户与上市公司合谋。包括券商、投资咨询公司、基金公司、一些代客理财公司参与合谋。
- (2) 高科技招牌。这与我国的证券监管政策是联系在一起的。这一阶段是搞活国有大中型企业，另一阶段又是鼓励高科技企业上市，导致不法分子利用政策取向，来满足监管的需要，给投资者一种误导。
- (3) 媒体的配合。一些上市公司、券商与媒体合作，特别是通过主流媒体进行炒作，其他媒体不了解情况也跟着炒，使很多跟庄的、找题材的投资者上当受骗。
- (4) 交易所和监管机构的放纵。亿安科技的案子反映出交易所对股票交易监管不当。但是交易所的工作人员反映他们已将亿安科技股价行情异动情况向证监会打过几次书面报告，但是证监会没有表态。有的学者建议：交易所每天或每周都把前 100 位大股东予以公布，谁坐庄，谁操纵不就一目了然了。这个建议很有道理。但因涉及很多机构的利益，实施起来难度很大。
- (5) 最后一个原因是市场的需求。从投资者本身的情况来看，投资者都想赚钱，而且中国股市已经形成了一种跟庄文化。既然无股不庄，那就跟庄，而且还要“与庄共舞”，一些投资者还总认为自己比“庄家”聪明。这就给股市操纵提供了生存的土壤和文化。

### 民事索赔：遏制证券欺诈行为的有效措施

我国目前对付证券欺诈的主要手段是追究欺诈者的行政责任、刑事责任。有关行政责任的相关规定主要见诸《证券法》第 11 章有关法律责任的条款，刑事责任则规定在《刑法》第 179~182 条，其中第 180、181、182 条于 1999 年 12 月 25 日予以修正。追究违法者的行政和刑事责任是必要的，但是单纯采用这两种方式则远远

不够。特别是在刑事责任没有有效落实和到位、而主要依靠行政责任的情况下更是如此。一方面，追究欺诈者的行政和刑事责任，虽然可以对欺诈者予以惩戒，但是在欺诈行为中受害的投资者的利益却得不到补偿，这一点对于投资者是不公平的。另一方面，追究欺诈者的行政和刑事责任的主体是有关监管部门和司法机关，监管部门和司法机关虽然是国家权力的代表，理应维护证券市场的良好秩序，但按照制度经济学的委托—代理理论，监管部门和司法机关的执法需要一定的代理成本，会有自身的部门利益，它们往往怯于承受决策风险，受市场利益集团的左右和相关官僚机构的影响、牵制，因此在一些情况下不能有效、公正地履行自身的职责，从而不能很好的遏制证券市场的欺诈。

遏制证券市场欺诈，保护投资者利益，当务之急是建立证券市场的民事赔偿机制。民事赔偿机制的建立和运行，对于我国证券市场的规范和诚信机制的培育有着重要的作用。民事赔偿机制的核心是追究违法者的侵权赔偿责任。侵权法的功能是多方面的，虽然学者对此有不同的概括，但是归纳起来主要是补偿功能、惩罚功能和预防功能。补偿功能，是指侵权行为法通过损害赔偿救济手段，责令侵权行为人向受害人支付赔偿金，以填补受害人因侵权行为所受到的损害。波斯纳在分析侵权损害赔偿的功能时指出：为什么要将赔偿金付给受害人而不是国家呢？第一是给受害人以诉讼的激励；第二是防止受害人采取过度的、不计成本和效率的预防措施。<sup>①</sup> 惩罚功能，是指通过责令侵权行为人承担民事责任而对其违法行为进行惩戒。在现代法律的实践中，在涉及公共政策的法律领域，如产品责任或消费者权益保护领域，就采用了惩罚性损害赔偿的方式将民事诉讼作为执行公共政策的手段。预防功能，包括特殊预防和一

<sup>①</sup> [美] 理查德·A·波斯纳：《法律的经济分析》上册，中国大百科全书出版社 1997 年版，第 246 页。

般预防，是指通过民事制裁和赔偿，减少或防止侵权行为的再发生。

建立证券市场的民事赔偿机制，有助于提高证券市场监管的有效性。欺诈者和监管者的关系好比是一种“猫捉老鼠”的博弈游戏。证券市场中，作为老鼠的欺诈者数量庞大，而且不易被监管者发现，即使偶尔发现一些，但他们的欺诈行为已实施完毕，所获利益已经转移。因此，仅仅靠人力、财力、权限均有限的管制机构，不可能监督、查处众多的证券欺诈者。如果在机制允许数千万投资者成为捕捉老鼠的“猫”，相对于数千万投资者而言，欺诈者就只是一小部分了。在欺诈者损害了投资者利益的情况下，投资者必然奋起自卫，直至向法院起诉主张民事赔偿。因此，投资者的监管实质上是政府监管、自律监管之外的第三种监管。

耶林曾经讲到，法不断的努力，但这不单是国家权力的，而是所有国民的努力。证券市场法制的建立也同样如此，建立证券市场的良好秩序，不仅仅需要证券监管机关的努力，同时也需要广大投资者的不懈努力。在美国，证券民事集团诉讼作为高悬在证券发行人和中介机构头上的达摩克利斯之剑，对于阻遏证券市场的违法行为发挥了巨大作用。而这一机制正是在广大投资者和律师的不断努力下才建立起来的。我国投资者对于建立证券市场的民事赔偿机制，不仅仅应该有所为，而且也必能有所为。这是作为一个文明国家的公民，作为一个游戏的参加者所应当担负的职责。如果每个投资者都只想作为一个“搭便车者”（free rider），坐享其他投资者奋斗的成果，那么就会大大延缓我国证券市场法律秩序的建立进程。

从司法的角度来说，依照 WTO 的有关原则，我国也要确立司法最终解决的原则。通过司法解决的方式建立证券市场民事赔偿机制，一方面有助于贯彻 WTO 司法最终解决的原则；另一方面也有助于在社会生活中树立起司法机关的权威，弥补行政机关的疏漏，制约行政机关的权力。随着司法机关对社会生活的不断介入，司法