

ZHENG QUAN FA ZHONG DE MIN SHI ZE REN

中国法学博士文库

证券法中的民事责任

■ 于莹 著

中国法制出版社

中国法学博士后文库

证券法中的民事责任

于 莹 著

中国法制出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券法中的民事责任/于莹著. —北京: 中国法制出版社, 2004.9

ISBN 7-80182-376-1

I. 证… II. 于… III. 证券法-民事-责任-中国 IV. 922.29-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 012970 号

证券法中的民事责任

ZHENGQUANFA ZHONG DE MINSHI ZEREN

著者/于 莹

经销/新华书店

印刷/河北省三河市汇鑫印务有限公司

开本/850×1168 毫米 32

印张/11.375 字数/280 千

版次/2004 年 9 月第 1 版

2004 年 10 月印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 7-80182-376-1/D·1342

定价: 21.00 元

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

传真: 66062741

市场营销部电话: 66012216

编辑部电话: 66032924

读者俱乐部电话: 66026596

邮购部电话: 66033288

个人简历

于莹，女，吉林大学法学院副教授。1967年8月出生。1985年考入吉林大学法学院，1989年毕业获法学学士学位，并于同年被免试推荐到吉林大学研究生院。1992年获法学硕士学位，并留在吉林大学法学院任教。1996年考入吉林大学研究生院攻读博士学位。1997年——1998年作为访问学者赴加拿大进修。2001年获法学博士学位。2001年—2004年在中国社会科学院法学所从事博士后研究工作。

主要研究领域为民法总论、票据法、证券法。曾先后在《民商法论丛》、《法制与社会发展》、《清华大学社会科学学报》、《法学家》、《法学评论》、《吉林大学社会科学学报》等学术刊物上发表论文三十余篇，著有高等教育出版社面向21世纪课程教材《票据法》一书，担任法律出版社《票据法——论点·法规·案例》一书的副主编。

导 言

从1990年12月上海证券交易所成立算起，我国的证券市场已经在风风雨雨中走过了十几年。在这十几年中，中国证券市场不仅从无到有、从小到大地发展起来，而且作为宏观经济的晴雨表，在一定程度上发挥了筹资功能、投资功能和资源配置功能。特别是在从传统的计划经济体制向市场经济体制转轨的转折时期，面对投资饥渴和资金短缺的双重约束，为企业筹措资金成为证券市场在中国引入和生存的立足点，并取得了辉煌的成果。目前，我国证券市场上有A股、B股、国债现货、国债回购、企业债券、可转换债券和基金七个交易品种。部分保险资金和社保基金通过证券投资基金间接进入证券市场，股票、基金、债券全部实现无纸化发行和交易，深、沪证券交易所的交易、结算网络覆盖全国各地。这些数据表明，我国的证券市场在容量、交易品种、交易手段、清算体系等各方面都实现了历史性跨越，充分展现了新兴市场巨大的发展潜力，取得了巨大的成就。深沪两个证券交易所的市场总规模在亚洲仅次于东京和香港证券交易所。证券市场在我国的国民经济中扮演着越来越重要的角色。

但是，毋庸置疑的是，我国的证券市场也经历了经济体制转型的阵痛，带着“转型期”的烙印。表现在证券市场建立之初，

我们把市场定位在“服务于国有企业改革”上^①，为国有企业的发展筹集资金以及促进国有企业转换经营机制成为证券市场担负的两个重要使命。这两个使命在实践中又更多地表现在为国有企业筹集资金上，促进国有企业转换经营机制也在无形中被淡化了。这样就使得证券市场在相当一段时期内为了顺利推进规模扩张的进程，有意无意地忽视了市场整体功能的发挥，放松了对市场操作的监控，致使猛龙过江，投机日盛，证券市场成为一个投机泡沫滋生的“赌场”，各种证券违法违规行爲屡禁不止，市场风险高度聚集。近年来，一批如琼民源、亿安科技、麦科特、东方电子、蓝田股份、通海高科、银广夏、ST 郑百文等恶劣的证券市场侵权行为相继曝光，让人们惊叹中国的证券市场连规范的赌场都不如。^② 特别是银广夏案件，数以万计的投资者在 30 元左右的股价进行的投资，当银广夏虚假陈述被揭露并被停牌一个月，复牌后的 16 个交易日每天跌停，股价从 30 元以上惨跌至 6 元以下。银广夏事件导致了整个市场的震动，广大投资者积极要求法律保护的呼声日益高涨。所有这一切使我们意识到证券市场的规范化建设绝非一部证券法就可以完成的。而当证券市场弊端发生时，如果每每仅将关注的热点集中在当事人的刑事责任和行政责任上，忽视对弱势的投资大众、特别是对中小股民的损害赔偿，必将使其对证券市场失去信心，社会游资亦不愿意进入，这势必动摇证券市场存在和发展的根基，不利于我国社会主义市场经济的发展和壮大。虽然最高人民法院就追究证券市场中虚假陈述行为的民事责任颁行了较具操作性的司法解释，该司法解释的出台，对于完善我国证券法中的民事责任制度无疑具有深刻意义。但是，必须清醒地认识到，司法解释的出台也许只是实践中

① 参见王连洲、李诚编著：《风风雨雨证券法》，上海三联书店 2000 年版，第 267 页。中国证监会 1998 年度发展报告中也明确指出：“支持国有企业改革发展是证券市场的主要功能”。

② 著名经济学家吴敬琏先生语。

大量问题出现的导火索，要真正从立法上完善我国证券市场民事赔偿责任制度还需要进行深入细致的理论与探索。特别是司法解释仅对证券市场中虚假陈述行为的民事责任做出了规定，对于证券市场上其他的侵权行为类型如内幕交易、操纵市场等没有涉及。而这两种证券市场违法行为在我国也是屡见不鲜的。所以，如何秉承客观公正的立场，对证券市场违法行为作深入细致的研讨，立足我国国情，吸收借鉴国外行之有效的法律规则、司法经验以及优秀的学术研究成果，构筑我国的证券民事责任体系就成为需要理论界、实务界以及立法者协同努力、共同解决的问题。

本书试图从保护投资者权益作为证券法首要价值目标入手，分析证券市场违法行为的一般样态、民事责任的性质、构成要件、损害赔偿范围的界定、诉讼时效等基本理论问题，然后详尽剖析各种不同的违法行为所涉及的民事责任制度。在此需要指出的是，本书所说的“证券法”，是在宽泛意义上使用的概念，不仅仅指《中华人民共和国证券法》，还包括所有关于证券发行及交易的法律法规及中国证券监督管理委员会颁行的规章，因为所有这些，是支撑我国证券市场持续稳定运作的制度基础。

目 录

导 言	(1)
第一章 证券法中民事责任制度的价值	(1)
第一节 证券市场的特殊性	(2)
一、证券市场的特殊性	(2)
二、证券市场的分类	(4)
三、证券市场的功能	(6)
四、对证券市场进行监管的必要性	(7)
第二节 中国证券市场监管的目标分析	(18)
第三节 证券市场民事责任制度的价值分析	(21)
一、政府监管的缺陷及法律监管的必要	(21)
二、证券市场法律责任制度的比较分析	(22)
三、证券市场民事责任制度的功能分析	(25)
四、对证券民事责任制度不同观点的评析	(31)
第二章 证券法中民事责任制度的一般规定	(34)
第一节 证券市场违法行为的形态	(34)
第二节 证券法中民事责任的性质	(36)
一、证券欺诈行为民事责任性质的争议	(36)
二、确定证券欺诈民事责任性质的意义	(40)
三、我国证券欺诈民事责任的性质	(42)
第三节 证券法中民事责任的构成要件	(51)
一、侵权民事责任构成要件概述	(51)
二、证券民事责任构成要件	(56)

第四节 损害赔偿范围的界定	(65)
一、民法中损害赔偿范围的界定	(65)
二、证券侵权损害赔偿的特点	(67)
三、关于证券损害赔偿额的几种典型计算方法	(70)
第五节 诉讼时效	(77)
一、时效制度在证券法中的意义	(77)
二、关于诉讼时效的各国立法例	(78)
三、我国证券损害赔偿请求权的诉讼时效	(82)
第三章 虚假陈述的民事责任制度	(84)
第一节 虚假陈述行为的形态	(84)
一、虚假陈述行为的概念	(84)
二、虚假陈述行为的形态	(87)
第二节 虚假陈述民事责任的当事人	(95)
一、虚假陈述民事责任的主体范围	(95)
二、虚假陈述民事责任原告的范围	(112)
第三节 虚假陈述民事责任的归责原则	(114)
一、侵权损害赔偿责任中的主观要件——过错	(114)
二、证券市场虚假陈述侵权赔偿责任中 主观要件概述	(116)
三、发起人和发行人的主观要件	(117)
四、证券承销商和上市推荐人的主观要件	(128)
五、专业中介机构及其直接责任人员的主观要件	(131)
六、董事、监事、经理等高级管理人员的主观 要件	(137)
七、控股股东等实际控制人的主观要件	(141)
第四节 虚假陈述民事责任的因果关系	(143)
一、因果关系在证券民事赔偿责任中的重要地位	(143)
二、美国证券法关于因果关系的理论和司法实践	(145)
三、其他国家证券法关于因果关系的理论和司法	

实践	(176)
四、我国证券立法关于因果关系的规定	(178)
第五节 虚假陈述民事责任范围的界定	(183)
一、美国证券法中的损失认定	(183)
二、其他国家证券立法中的损失认定	(188)
三、我国证券立法中的损失认定	(189)
第六节 虚假陈述民事责任制度中的连带责任	(193)
一、侵权行为法中的连带赔偿责任理论	(193)
二、美国证券法中的连带赔偿责任	(194)
三、我国证券立法中关于虚假陈述连带赔偿责任的 规定	(196)
第四章 内幕交易的民事责任制度	(201)
第一节 内幕交易行为的形态	(201)
一、内幕交易的概念	(201)
二、内幕交易的形态	(205)
三、内幕信息的界定	(207)
第二节 内幕交易民事责任的当事人	(216)
一、内幕交易民事责任的主体	(216)
二、内幕交易民事责任原告的范围	(222)
第三节 内幕交易民事责任的归责原则	(231)
一、国外内幕交易民事责任的归责原则	(231)
二、我国内幕交易的归责原则	(232)
第四节 内幕交易民事责任的因果关系	(234)
一、美国内幕交易民事责任因果关系的证明	(234)
二、日本内幕交易因果关系的证明	(237)
三、我国内幕交易因果关系的证明	(240)
第五节 内幕交易民事责任的范围	(240)
一、相关国家及地区内幕交易民事责任的范围	(240)
二、我国内幕交易民事责任的范围	(244)

第六节 内幕交易民事责任制度中的连带责任	(246)
一、美国证券法中的连带赔偿责任	(246)
二、我国台湾地区证券法中的连带责任	(247)
三、我国证券法中的连带责任	(248)
第五章 操纵市场的民事责任制度	(249)
第一节 操纵市场行为的形态	(249)
一、证券操纵行为的概念	(249)
二、证券操纵与其他相关概念的比较	(251)
三、证券操纵行为的形态	(259)
第二节 我国与相关国家及地区对操纵证券市场 行为的规范	(280)
一、美国证券立法的有关规定	(280)
二、日本证券立法的有关规定	(286)
三、我国台湾地区证券法的有关规定	(288)
四、我国证券立法的相关规定	(289)
第三节 操纵市场民事责任的当事人	(290)
一、操纵市场民事诉讼原告的范围	(290)
二、操纵市场民事诉讼被告的范围	(294)
第四节 操纵市场民事责任的归责原则	(295)
一、相关国家和地区操纵市场民事责任的归责 原则	(295)
二、我国操纵市场民事责任的归责原则	(297)
三、操纵市场行为主观故意的认定	(297)
第五节 操纵证券市场民事责任的因果关系	(302)
第六节 损害赔偿的确定	(305)
一、相关国家及地区证券立法关于损害赔偿额 的确定	(305)
二、我国关于损害赔偿额的确定	(307)
第六章 我国证券市场民事责任制度的实现	(309)

第一节 我国证券市场民事责任制度的困境	(309)
一、我国证券市场民事责任制度的现状	(309)
二、我国证券立法中民事责任制度缺位的原因 分析	(311)
第二节 对我国证券市场民事责任制度的评析	(314)
一、对《民法通则》中有关规定的评析	(314)
二、对《公司法》中有关规定的评析	(315)
三、对证券法律法规中有关规定的评析	(316)
四、对最高人民法院司法解释的评析	(317)
第三节 我国证券市场民事责任制度的实现	(323)
一、案件的受理	(324)
二、诉讼方式的选择	(326)
参考文献	(340)
后 记	(349)

第一章 证券法中民事责任制度的价值

民事责任，即民事法律责任，它作为社会经济生活及其政治法律上层建筑发展到一定阶段的产物，在社会生活中发挥着巨大的作用。一般认为，民事法律关系，是人类社会中最重要的一类社会关系，关涉任何一个自然人、企业和组织在社会生活中的生存和发展。民事法律关系就是由民事权利、民事义务和民事责任三者结合而成的。其中民事权利和义务是民事法律关系的内容，民事责任则是民事权利、义务实现的法律保障。民事权利和义务只有和民事责任相结合，民事权利才受到责任关系的保护。^① 所谓“无救济就无权利”，“救济走在权利之前”，民事责任所伴随的诉权，作为民事权利受到侵害时最后的救济手段，对民事权利的实现发挥着重要的保障功能。所以，民事责任制度在整个私法体系中占据着重要地位。

证券法作为私法体系中的一个分支、民法的特别法，其当事人的权利义务关系以及民事法律后果等问题都遵循着民法的一般原理，但是由证券市场的特殊性所决定，证券法有其不同的目标追求，证券法中的民事责任制度也有着其独特的价值取向。

^① 梁慧星：《民法总论》，法律出版社 2001 年版，第 94 页。

第一节 证券市场的特殊性

一、证券市场的特殊性

在近代资本主义社会中，随着股份有限公司这一企业形态的盛行，证券已成为私人财产的一种重要形式，证券市场为其提供了一个迅捷变现的场所，间接地促进了个人财富流入企业。同时，证券市场作为国家调控国民经济的重要手段之一，其所具有的沟通国民储蓄和企业资金的资本形成功能，是国家经济持续稳健发展的重要支柱，可见，证券市场的存在对现代资本经济的重要性，不言而喻。但是，证券市场中的交易对象——证券这一“物”，和其他交易市场交易的品种有着迥然的差别，这就使得证券市场具有了不同于其他市场的显著特征：

第一，交易对象的特定性。证券市场是以证券这种特殊的商品作为交易对象的。经济学家按照揭示商品中欺诈因素的成本将商品分为三类：（1）“勘查”商品。即其品质可以在交易前通过勘查加以确定的商品。例如衣服，消费者可以在购买前观看和试穿；（2）“经验”商品。即只能通过使用来揭示其内在品质的商品。例如某些变质食品仅从外观上无法察觉，只有品尝后方才知道；（3）“信任”商品。即其商品的内在品质难以通过勘查或使用来揭示，而只能依赖于出售者提供的信息。例如车主将其汽车交付维修，而维修工到底有没有提供完善的服务，通常车主难以发现。^① 证券就是一种很典型的“信任”商品。因为证券本身并无实质的经济价值，它只是远离实际投资、生产和消费的价值符号，其价格只不过是资本未来收益的货币折现，受各种因素的

^① 参见 Arthur R. Pinto, 1989, *The Nature of The Capital Markets Allows A Greater Role For The Government*, *Brooklyn Law Review*, 55 *Brooklyn 2. Rev.* 77.

影响，具有浓重的主观色彩。这种特性，使得证券投资人对于证券价值的判断，必须依赖于发行人所提供的信息。由此导致了证券市场与产品劳务市场本质上的不同：证券市场作为虚拟资本运行的特殊市场，必然产生最集中地汇集各种信息的客观要求，通过信息拨动价格产生拨动。在证券市场，信息如灯标对于夜航者，指引着社会资金流向各企业。

第二，市场的高风险性。由于证券市场投资品种本身只是一种价值符号，其价格受利率、汇率、通货膨胀率、所属行业前景以及经营者能力和投资者心理等因素的影响而具有高度的不确定性；特别是与投资行为相伴相随的投机行为，更是加大了市场的不稳定和价格波动性，因此证券市场是高风险市场。

第三，主体的多样性。证券市场最基础的参与主体是发行人和投资者。但是仅有发行人和投资者并不能当然地形成有效的证券市场。要形成有效的证券市场，还需要有承担不同功能的其他主体，如证券交易所、证券公司、证券投资咨询机构、证券评估机构、会计师事务所、律师事务所等。^① 这些主体在证券市场上扮演着不同的角色，发挥着不同的作用，又各自具有不同的特点。

第四，交易双方的不确定性。与普通市场面对面的交易不同，证券交易的买卖双方是根据挂牌证券价格进行报价，通过交易所电脑主机依据价格优先、时间优先的规则瞬间撮合完成交易的。买卖双方互不相见，不能适用普通市场的合同关系来解决证

^① 吴志攀教授认为，在纸质证券交易环境下，中介机构是必要环节。而在信息环境下，中介机构变成不必要的环节。投资者可以实现直接下单的交易。就像在自动售货机上购买饮料或者食品，投资者开户后在键盘上输入要买或要卖的股票的代码，输入买或卖的股票数量、价格范围，然后按下“进入”键，投资者的买入或者卖出就自动被计算机系统寻价和自动撮合了。这样，证券公司等中介机构就不再是证券市场的主体了。参见吴志攀：《金融法的“四色定理”》，法律出版社2003年版，第149页。但是，在现阶段，我国证券市场的主体尚包括以上几种类型。

券市场上的纠纷。

第五，信息的不对称性。由于证券只是一种价值符号，代表了一种预期收益的权利。对企业预期收益的判断，成为投资者购买或出售证券的决定性因素。而在证券市场这样一个交易格局中，不同的市场主体对有关交易对象——证券的信息的掌握是大相径庭的，存在着严重的信息不对称现象。

第六，证券市场的公共物品性。证券市场上的公共物品，就是有关证券品质的信息。投资者为了正确决策，必须获取与证券相关的信息。而这些关于证券的信息又具有“非排他性”和“非竞争性”的特征，成为公共物品。这样就容易出现“搭便车”的现象。

第七，市场制度的特殊性。由于证券市场的主体具有多样性，其交易的品种——证券又具有特殊性，所以，证券市场上所涉及的权利义务关系极为复杂。为了维护证券市场的秩序，明确各主体之间的权利义务关系，使证券的发行和交易活动能够顺利进行，各国证券法一般都规定了证券的发行和交易制度、信息披露制度、上市公司收购制度、证券公司制度、证券交易所制度等。证券监管机构就证券市场出现的问题颁行的具体规则，加上一些自律组织如证券交易所根据证券法的授权，制定的极为详细的上市规则。证券市场形成了不同于其他市场的特殊的市场制度。

二、证券市场的分类

证券市场依其市场职能，可以分为发行市场和流通市场。发行市场又称为初级市场或一级市场，是证券发行者为扩充经营，按照一定的法律规定和发行程序，向投资者出售新证券而形成的市场。它与证券流通市场不同，并没有一个特定的交易场所，有时证券的出售是在发行者和投资者之间直接进行的，但更多的则是通过证券经营机构进行的。

证券流通市场又称为二级市场或次级市场，它是已发行证券的交易场所。证券经过发行市场后，拥有证券的投资者向其他投资者转让其所拥有的证券，并且为了使证券不断地在投资者之间进行转让，于是产生了证券的流通市场。通过证券流通市场，各类证券得以顺利流通，并形成一個公开、合理的价格，实现了货币资本和证券资本的相互转化。

证券的发行市场和流通市场有着极为密切的联系。发行市场是流通市场存在的基础和前提，发行市场的规模决定了流通市场的规模，影响着流通市场的成交价格。而流通市场的交易规模和成交价格，又决定或影响着发行市场的规模、发行价格和时机等。因此，发行市场和流通市场是相互依存、互为补充的整体。

证券发行市场按照发行证券种类的不同，可以分为股票发行市场、债券发行市场和证券投资基金发行市场。由于这三种发行市场在发行其交易产品时，都需要向投资者公开发行人文件（募集说明书），这些文件在理论上讲都存在虚假陈述的可能。而且这三种发行市场上发行的“产品”，都是面向不特定的投资者发行的，所以，具有某些共性，应一并加以规制。但是《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》（下文简称最高法院的司法解释或《规定》），将我国法院受理的发行市场的民事赔偿案件，限定在股票发行市场。^① 本文在以后的论述中，侧重股票发行市场中的虚假陈述行为，但也会就债券发行市场和证券投资基金发行市场中虚假陈述的民事责任问题作一论述。

证券交易市场包括通过证券交易所报价系统进行证券交易的

^① 《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2条第2款规定：“本规定所称证券市场，是指发行人向社会公开募集股份的发行市场……”，表明债券发行市场和证券投资基金发行市场中发生的民事赔偿案件不适用该《规定》。这可能是由于迄今我国尚未查处到债券发行市场和证券投资基金发行市场有虚假陈述行为。