

经济法学专题研究书系

ZHENGQUAN QINQUAN FALü ZHIDU YANJIU

证券侵权法律制度研究

刘道远 著

ECONOMIC LAW

知识产权出版社

2008年北京市优秀人才培养资助

经济法学
专题研究书系

ZHENGQUAN QINQUAN FALÜ ZHIDU YANJIU

证券侵权法律制度研究

ECONOMIC LAW

知识产权出版社

内容提要

本书对证券侵权行为的基本理论、虚假陈述侵权行为、操纵市场侵权行为、共同侵权行为以及政券侵权民事责任中因果关系判断规则的设计进行了系统全面的研究,为我国完善证券市场规则,规范证券市场行为提供了有益的借鉴意见。

读者对象:民商法专业师生,相关法律工作者。

责任编辑:彭小华

责任校对:韩秀天

装帧设计:焕良设计

责任出版:卢运霞

图书在版编目(CIP)数据

证券侵权法律制度研究/刘道远著. —北京:知识产权出版社, 2007. 12

ISBN 978 - 7 - 80198 - 802 - 7

I. 证… II. 刘… III. 证券交易 - 侵权行为 - 法规 - 研究 - 中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 184874 号

证券侵权法律制度研究

刘道远 著

出版发行:知识产权出版社

社 址:北京市海淀区马甸南村 1 号 邮 编:100088

网 址:<http://www.ipph.cn> 邮 箱:bjb@cnipr.com

发行电话:010-82000893 82000860 转 8101 传 真:010-82000893

责编电话:010-82000889 82000860 转 8115 责编邮箱:pengxiaohua@cnipr.com

印 刷:北京富生印刷厂印刷 经 销:新华书店及相关销售网点

开 本:880mm×1230mm 1/32 印 张:12.875

版 次:2008 年 1 月第 1 版 印 次:2008 年 8 月第 2 次印刷

字 数:296 千字 定 价:26.00 元

ISBN 978 - 7 - 80198 - 802 - 7/D. 542

版权所有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

中文摘要

证券市场是一个配置资本的市场，更是一个需要公正的市场。为了实现证券市场的公正性，证券法有一系列的制度设计。其中核心的设计有两个：一个是信息披露制度，该制度是证券市场的基石；另一个就是证券法上的民事责任制度，其对保护投资者利益和维护证券市场的公平具有重要的意义。

证券法上的民事责任制度主要是证券侵权民事责任制度。证券侵权行为是证券市场主体因为从事虚假陈述、操纵市场和欺诈客户等违反证券市场法律、法规等规定中的禁止性行为，给投资者造成损失的违法行为。证券侵权行为背离了公正、公平和公开原则，也有悖于诚信，既损害了投资者的利益，也动摇了投资者对证券市场的信心。因此，对证券市场的违法行为加以规制是各国法律制度的重要任务之一。美国完善的反欺诈制度使得证券市场侵权行为的得到有效的遏制，也正是这个原因才使得其国民敢于把其积蓄放在证券市场。日本的证券法律制度尽管复制美国的证券法律制度，但也相当发达、健全。其对证券市场侵权行为的制裁也从不手软。我国台湾地区“证券法”对证券侵权行为也不惜以重拳加以打击。究其原因，是因为完善的证券侵权民事责任制度作为法律责任制度之一，能够使受害人获得充分的救济，有效地保护投资者的合法权益，维护证券市场的信心；其可以有效地制裁违法者，发挥法律制度的预防作用；从个人在法律制度的实施中具有的重要作

用这一角度而言,可以有效发挥私人在法律实施中的重大作用,有效地对证券市场进行监管;同时,证券侵权民事责任制度的完善也是对刑事责任、行政责任制度的平衡和协调,发挥了司法权力在证券市场监管中应有的作用。总之,证券侵权民事责任制度是实现证券市场“三公”原则的首要制度。

基于这一认识,本书从一些基本问题入手,对证券侵权行为制度加以探讨。

本书共分为六章。

第一章和第二章是关于证券侵权行为基本理论的研究。尽管在证券侵权行为理论方面存在很多观点,但是笔者仍然试图对一些观点加以分析比较。

第一章主要研究了以下几个重要的理论问题。首先是对证券侵权行为概念加以认识。笔者认为证券侵权行为是行为人从事虚假陈述、操纵市场和欺诈客户等违反证券市场法律、法规等规定中的禁止性行为,给投资者造成损失的违法行为,包括虚假陈述、操纵市场和某些欺诈客户行为等类型。证券侵权行为的特征,主要有以下几个方面:受害者具有特定性和集团性;损失主要是财产损失,且其具有不易计算的特性;证券侵权行为举证困难;证券侵权行为具有关联性;侵权主体多具有复数性特点。其次,证券侵权行为和民法侵权行为的关系是特别法规定和一般法规定的关系,证券侵权行为是商业性侵权行为。第三,证券侵权是一般侵权还是特殊侵权?笔者认为是一般侵权。事实上,对于一般侵权和特殊侵权之分类,在英美法上并无此种划分,大陆法上对其划分的标准也不一致,主要有一般条款区分说、为自己行为负责说、构成要件区分说和归责原则区分说。笔者认为这些观点都从一个侧面反映了一般

侵权和特殊侵权的区别所在，但都不全面。更为合理的做法是根据我国《民法通则》之规定，结合各种不同领域的侵权行为为采纳上述标准中的某一标准加以分析。就证券侵权行为而言，应该采纳构成要件说。值得注意的是，对于目前一般侵权行为的构成要件，在证券侵权领域有所发展和突破。简单地说，有两个方面值得我们注意。（1）关于过错的判断。对不同人的证券侵权的归责原则上是不一样的：无论是对发行中的虚假陈述行为还是操纵市场行为，都采取过错责任原则；但是例外的是对发行人采取无过错责任原则。对其他的专业性中介机构的过错判断十分复杂，尽管也采用过错责任标准，但采纳的是专业人员的过错判断标准，这在发行中的虚假陈述侵权行为的过错判断中就十分明显。其实质包括两个方面：一是所有的专业机构都要根据同行业公认的道德标准和操作规则、程序进行调查。二是以同行业公认的道德标准和操作规则、程序进行验证。（2）关于侵权行为构成要件的客观方面，也有所不同：就虚假陈述而言，其客观方面一般要求行为人有虚假陈述行为，虚假陈述内容达到了重大性标准，因为该发行行为造成了投资人的损失；就操纵市场而言，应该采纳客观方面的双重要件主义；对欺诈客户侵权行为，也应该采纳类型化方法，对客观方面的要件明确化。

第二章对证券欺诈的概念、证券欺诈与证券侵权的关系等进行了分析，在此基础上，分析了我国证券民事责任制度的现状和未来应该完善的方向。该章深入研究了证券欺诈制度的发展，并在比较法基础上对大陆法系的证券欺诈和英美法系的证券欺诈进行了探讨。就我国的证券欺诈理论而言，本书认为，证券欺诈是指在证券发行、交易及相关活动中，违反法律规

定,通过虚构、隐瞒等手段伪造事实,使投资者陷于错误而作出一定行为,并使其遭受利益损害的违法行为。需要注意的是,证券欺诈不仅包括虚假陈述和欺诈客户,而且包括操纵市场和内幕交易中的以欺诈为手段的操纵行为或内幕交易行为。但是其并不能替代这两种证券违法行为。证券欺诈民事责任应该既有违约性质的民事责任,亦有侵权性质的民事责任。对证券欺诈和证券侵权两者的区分要注意以下几点。首先,证券欺诈的外延显然比证券侵权广泛。其次,两者的使用场合应该严格区分;最后,尽管合同性质的欺诈可能转变为侵权性质的欺诈,甚至在证券欺诈中,求偿权人与赔偿义务人之间也可能存在契约上的关系,从而发生请求权竞合的现象,但其性质上的区别具有绝对地位,而相互的转换可能只是相对的,区分两者的基本工具就是构成要件的分析。另外,笔者还认为,我国《证券法》中应该明确设立证券欺诈一般条款,对各种形形色色的证券违法行为进行有力的规制。证券法律制度设计本身有内在的和谐性,这是《证券法》的价值追求所在,其要求之一就是要对我国证券民事责任制度进行合理的设计和完善。确立市场各个主体的平等地位、完善证券市场的程序制度、完善信息披露制度、构筑社会诚信、提高政府公信力、完善民事责任的归责原则、明确规定各类主体责任承担的归责基础等都是未来我们完善证券民事责任制度尤其是证券侵权民事责任制度必须重点注意的问题。

第三章是对虚假陈述证券侵权行为类型的研究。虚假陈述分为发行中的虚假陈述和交易中的虚假陈述,因为在交易中的虚假陈述违反的是信息持续性披露要求,而且常常跟内幕交易和操纵市场结合在一起,因此常常可以归入到内幕交易或市场

操纵中去，作为内幕交易或市场操纵的一个手段因素。在大陆法系，证券发行中的虚假陈述采纳侵权责任基础更为合理。其构成要件包括以下几个方面：第一，在证券发行过程中，招股说明书、法定登记文件中存在虚假陈述或遗漏隐瞒，这也是原告提起民事诉讼时必须证明的内容；第二，虚假陈述或遗漏隐瞒的内容具有重大性；第三，发行人通过虚假陈述或遗漏隐瞒有关内容骗取了投资者认购股票的资金，这是损害事实要件；第四，侵权人有过错；第五，损害和虚假陈述或遗漏隐瞒行为之间具有因果关系。

重大性标准是对虚假陈述违法程度的判断标准。要注意区分重大性标准和重大性事件的区别，过去我们很多学者把重大性标准庸俗化，从而把两者等同起来，这是值得思考的。关于重大性的判断，我国有两种判断标准，即投资人判断标准和证券价格影响标准。本书认为，采纳融合投资者影响判断和价格影响判断综合标准，不失为适合我国基本国情之举。

理论中还有利用合同去欺诈发行证券这个十分重要的问题。在此情况下，合同只是行为人进行欺诈发行的一个工具或手段，而其目的则是骗取潜在投资者手中的认购资金。同时，行为人存在故意这一主观心态，所以这应该是侵权行为而不是违约行为。从传统关于意思表示中的欺诈和侵权中的欺诈的相互关系中也可对之加以分析。大陆法系各国民法理论中都承认在违法行为中可以包含有意思表示行为，但此类违法行为仅仅只能基于法定构成要件而成立。从民法基本理念来看，任何违反法律义务而造成他人损害的行为，都要承担民事责任，更遑论合同本身之目的为欺诈。

从以上的侵权行为法定构成要件分析可以看出，发行中的

虚假陈述行为完全可以用侵权法的规则对之予以规制, 认定为侵权行为也更符合民法体系化要求: 它是一种故意致人损害行为, 违反了法定的真实信息披露义务和保证真实信息义务。从而不宜认为是合同责任或者合同责任与侵权责任的竞合。我国立法和司法实践中也是秉持这一思想的。从侵权行为责任的功能来看, 侵权行为法的制裁和补偿功能在商业侵权领域有十分重要的意义。尽管我国侵权法理论上更注重其填充补偿功能, 但从各国商业领域的侵权行为规则来看, 对遏制商业领域的违法行为和对受害人的赔偿二者不可偏废。如果对发行中的虚假陈述行为采用合同责任基础进行规制, 也可能放纵违法行为人, 达不到对投资者的利益保护的宗旨。

第四章是对操纵市场侵权行为的研究。就操纵市场构成要件而言, 应该采纳客观方面的双重要件主义, 其实质就是对操纵市场行为客观方面的类型化问题, 这是当前世界各国在确定操纵市场行为构成要件研究时都具有的一个共同的趋势。在美、日等国家, 各种具体操纵市场判断规则十分完善, 类型也具有系统性。我国台湾地区在这方面做的也相当成熟, 比大陆的规则要规范得多, 操作性也强得多。行为之构成要件是民法中判断行为法律意义的依据, 是一个理论性很强的法律技术。操纵市场行为客观方面的类型化值得我们深入研究。尤其在目前我国目前对市场操纵的法律规定缺乏明确性和可操作性的情况下, 在操纵市场违法构成要件方面, 更要对各个具体操纵行为的构成要件进一步分析, 以期能够真正指导司法实践。

第五章探讨了证券共同侵权行为。证券市场的侵权行为多是共同侵权行为, 因而主体具有多数性是一个显著特征。因此研究证券共同侵权行为也就具有重大的理论和现实意义。其类

型包括：共谋的证券共同侵权行为；证券共同危险行为；教唆人、帮助人和控制人之共同侵权行为；过失证券共同侵权行为；团伙共同侵权行为。

本章还比较研究了美国、日本的证券共同侵权责任制度。值得一提的是，美国除了有关于连带责任的规定外，还有关于主要责任和次要责任的划分。美国 1934 年《证券交易法》10b 和 SEC 在《证券交易法》授权下制定的规则 10b-5 中的责任有主次之分。在商法领域，主要责任是签字者责任，而次要责任则是当事方在特定情况下才必须承担的责任。日本证券法律制度深受美国证券法律制度的影响。对于证券虚假陈述中的连带责任方面，日本法上利用含有对重要事项有虚假记载，或遗漏了应该陈述的重要事项，或缺乏为了避免发生误解而应该陈述的重要事实的计划书（即招股书）、公开收购说明书以及其他陈述使他人获取有价证券者，对不知其陈述的虚假和缺陷而取得该有价证券者（善意取得者）承担损害赔偿赔偿责任，并实施举证责任倒置的过失责任制度；应负责任者有证据证明其对于虚假陈述或缺陷不知情，并已履行了注意义务仍未能发现的，可免责。虚假陈述的证券发行人、制作虚假计划书的发行人，对于响应该有价证券募集的善意的投资者承担无过失损害赔偿赔偿责任，但该有价证券取得者在申请取得之际，已经知晓有虚假记载或表示欠缺时，不在此限。为了防止和减少上市公司做假账，日本还建立了一套完整的监查法人制度来主要负责检查、审核上市公司的“有价证券报告”和财务管理状况。上市公司的“有价证券报告”必须由监查法人出具意见，否则不能过关。监查法人基本上不敢伙同上市公司一道作假，因为一旦被查处，必须承担连带责任。另外，日本有关法律还规

定,公司高层管理者如果参与作假,必须承担相应的法律责任,不得再次担任上市公司的主要领导职务。除上述关于虚假陈述领域规定了完善的证券侵权的连带责任外,日本的操纵市场的共同侵权行为在立法上也规定得十分完善。

在对美、日关于证券共同侵权行为比较研究的基础上,本书探讨了我国的证券共同侵权行为法律实然规定,并对其中的因果关系问题进行了探讨,认为证券共同侵权行为的本质在于共同过错。

第六章是关于证券侵权行为因果关系问题的研究。本章重点使用了比较研究的方法,从横向角度对因果关系的判断规则进行了研究,既分别研究了民事法律的因果关系的一般规则,又分析了商事法律关于因果关系的规定,同时对大陆法系和英美法系两个法系的因果关系理论进行了比较。笔者认为,我国的证券侵权行为因果关系的判断规则首先要借鉴两大法系对因果关系进行二分法的成熟经验,在此基础上,对事实因果关系的判断,笔者认为应该采纳以欺诈市场理论为基础的信赖推定规则;对法律因果关系,与事实因果关系相比,法律对其要求的严格程度是不一样的。对事实因果关系,对侵权行为和损害之间的因果关联性要求相对较低,当事人通常采用反证法证明因果关系的存在,即若不是被告的侵权行为存在,原告不会进行交易。而法律因果关系,通常决定损害赔偿额大小,对侵权行为与损害之间的因果关联性要求较高。对于法律因果关系判断规则,在故意侵权情形下,采直接结果判断标准,在过失侵权情形,则采纳合理预见标准。对侵权法中共同侵权行为中的因果关系目前还没有法律明确规定,理论界也没有系统的研究。对于证券共同侵权行为的本质,笔者坚持共同过错说。对

证券共同侵权行为实行因果关系推定规则是我们当前的首要选择。

总之，“三公”原则是证券法律制定和实施的基本原则，重视和完善我国证券侵权民事责任制度是市场经济条件下我国证券市场规范化的必由之路，对证券市场的规范是证券法律“三公”原则的必然要求。为此，明确各种证券侵权行为类型的构成要件；强化证券侵权民事责任制度的可实现性，制定各项制度的实施规则，指标需要进一步量化；重视证券法上侵权行为民事责任制度，树立私人在私法实现中具有十分重要的作用的观念等都是我们必须重点认识和研究的。

Abstract

The securities market is a capital allocation market, and is also a market seeking equity. In order to realize the equality of the securities market, “ the Securities Law” has designed a series of institutions, among which, two crucial ones shall be the institution of information disclosure, which is the cornerstone of the securities market; and the institution of civil liability, which is of tremendous significances to the protection of investors’ interests and the equity of securities market.

The civil liability rules on the securities law are mainly concerned as civil liability of torts in the securities market. The tort in the securities market shall be defined as illegal conducts, which induces the loss of investors, done by the subject of the securities market, through misrepresentation, manipulating the market, cheating clients and other prohibitive conducts. The torts in securities market deviates from the principles of equity, fairness and openness, and also disconfirm to the principle of good faith. Not only does it impair the interests of investors, but also diminish the investors’ confidence on securities market.

Therefore, the ruling of illegal conducts in securities market is one of important tasks for every nation. The complete anti-fraud system of United States helps to control the torts in the securities

market effectively, which assures the people to put their savings in the securities market. Although Japan copies the securities regulations from United States, it shows no mercy to the torts in the market. Our Tai Wan district also put emphasis on the issue of torts in its securities law. The reason for these is that a complete system of civil liability rules of torts in the securities market, as one of the institutions of legal liability, can remedy the injured party sufficiently, protect the investors' interests effectively, maintain the confidence in the securities market, punish the lawbreakers effectively, and realize the function of prevention of the law. From the perspective of individual's significant role in the operation of law, it encourages individual to exert great functions in the operation of laws, helps to supervise the market effectively. Meanwhile, the perfection of rules of civil liability for securities torts is also the balance and coordination with criminal liability and administrative liability, which also stands for the realization of the functions of judicial power in the securities market. To sum up, it's the primary institution to realize the principles of " equity, fairness, and openness" .

With the recognition of these, the thesis discusses the securities torts beginning with some basic issues. Six chapters are formulated and the total words amount to 200 000.

The first and second chapter is the analysis of the basic theory regarding the securities torts. Although there are many opinions on the very issue, the author still tries to review and clarify certain opinions.

Chapter one mainly researches on the following important theo-

retical issues. The concept of securities torts comes the first. The author defines the concept as the prohibitive conducts that violate the securities laws and regulations, such as misrepresentation, manipulating the market, treating clients and so on, which induce loss of investors. The conducts include misrepresentation, manipulating the market, certain kinds of treating clients and so on.

As Regard to the characteristics of torts, the following characteristics shall be included. The injured party shall be specific and categorical; the losses are mainly the losses of property interest and with the characteristic of difficulty for calculating; the providing of proof in securities torts is difficult; the securities torts is of correlation; and the number of subjects of torts shall be plural.

The second issue to be discussed is that the relationship between the securities tort and the civil tort shall be equal to the relationship between specific laws and general laws. Thirdly, whether the securities torts shall be classified into ordinary torts or special torts? The author deems it as ordinary torts. In fact, the classification between ordinary torts and special torts, has not been witnessed in common law system. Even in continental legal system, no consensus has been reached on the criteria for the classification. There are still several theories such as the theory of classification on general clause, the theory of responsibility to one's own deeds, the theory of classification on constitutive elements and the theory of classification on principles of responsibilities.

The author believes these opinions all reflect the distinctions between ordinary torts and special torts partly, but not completely

yet. It is more reasonable to adopt one theory according to the stipulations in "General Principles of Civil Law of People's Republic of China", together with the analysis on the torts in different fields. As regard to the securities torts, the theory of constitutive elements shall be adopted. Notably, the ordinary conditions for the establishment of torts have developed and made a breakthrough in the realm of securities torts. Simply put, two aspects need our attention. (1) The judgment of fault. There are some difference lies in the principles of responsibilities. No matter is misrepresentation in the securities issuing or the conducts of manipulating the market, the principle of fault responsibility shall apply, but with exception of no-fault principle when dealing with the issuer.

The judgment on other professional intermediary organizations is much more complicate. Though the same fault responsibility principle applies, but here means a different expert responsibility. This can be clearly reflected in the decision on the fault of misrepresentation during the issuing of securities. The essences of the expert responsibility reflect in two aspects, one is all the professional organizations shall investigate and review the matter based on the well accepted moral standard and operation rules, procedures by the whole industry. The second is that the organizations shall apply the just mentioned moral standard and operation rules, procedures to certify the matter. (2) As regard to the objective aspects of torts, differences are also found. The objective aspect of misrepresentation generally requires the conducts of misrepresentation by the person, and the extent of misrepresentation shall satisfy the materiality standard,

as the investors have suffered the loss from the issuing. But for the conducts of manipulating the market, the dual constitutive elements doctrine on objective aspect shall be adopted. And for conducts as treating clients, the objective aspect shall also be clarified through the method of categorization.

In Chapter two, an analysis has been taken on the issues of securities fraud and the relationship between securities fraud and securities torts. The current situation of our country and the improvement that could be done in the future of civil liability institution in securities market is further discussed based on the first issue. This chapter has made a profound analysis on the development of rules on fraud, and discussed the securities fraud institution both in the continental legal system and common law legal system through comparative study.

As regard to the theory of securities fraud of China, this thesis defined the securities fraud as the illegal conducts of cooking the facts through the means of faking, hiding facts and so on during the issuing, dealing and relevant activities, while violating the stipulations of laws, which mislead the investors to mistakes and make certain actions that make them suffer the loss. Attention shall be attached to the issue that securities fraud not only includes the misrepresentation and treating clients, but also include the manipulating the market and other manipulating activities or insider-trading activities by means of fraud.

But securities fraud can not substitute for these two kinds of conducts. Civil liability of securities torts shall not be just confined