

中青年民商法文丛

王利明 主编

证券市场 虚假陈述侵权 损害赔偿責任

程 啸□著

人民法院出版社
THE PEOPLE'S COURT PRESS

责任编辑：陈建德

封面设计：高宏建

ISBN 7-80161-858-0



9 787801 618580 >

ISBN 7-80161-858-0/D · 858

定 价：26.00元

证券市场虚假陈述侵权 损害赔偿責任

程 嘯 著

人民法院出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任/程啸著. - 北京: 人民法院出版社, 2004.9

ISBN 7-80161-858-0

I. 证… II. 程… III. 证券交易—资本市场—侵权行为—赔偿—研究—中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 096751 号

证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任

程啸 著

责任编辑 陈建德

出版发行 人民法院出版社

地 址 北京市朝阳区安慧北里安园甲 9 号 (100101)

电 话 (010) 65290566 (责任编辑) 65290516 (出版部)
65290558 65290559 (发行部)

网 址 www.courtpress.com

E-mail courtpress@sohu.com

印 刷 保定市印刷厂

经 销 新华书店

开 本 890×1240 毫米 A5

字 数 400 千字

印 张 14.25

版 次 2004 年 9 月第 1 版 2004 年 9 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 7-80161-858-0/D·858

定 价 26.00 元

版权所有 侵权必究

(如有缺页、倒装, 请与出版社联系调换)

数字图书馆
PDG

《中青年民商法文丛》编辑委员会

主任委员：王利明

委 员（以姓氏笔画为序）：

马俊驹 孙宪忠 沈四宝 吴汉东

余能斌 郭明瑞 徐国栋 崔建远

丛书策划：陈建德



作者简介

程啸，男，江西都昌人，1976年4月生。2003年毕业于中国人民大学法学院，获法学博士学位。现为清华大学法学院讲师，中国人民大学民商事法律科学研究中心兼职研究人员。主要著作有：《中国抵押权制度的理论与实践》（专著）、《人身损害赔偿疑难问题：最高法院人身损害赔偿解释之评论与展望》（副主编）、《人身损害赔偿案件的法律适用》（副主编）、《民商法理论争议问题——无权处分》（副主编）、《民商法理论争议问题——精神损害赔偿》（副主编）、《侵权行为法案例教程》（副主编）、《合同法要义与案例析解》（参与撰写）、《担保法新释新解与适用》（参与撰写）、《医疗事故处理条例的理解与适用》（参与撰写）、《民法学》（参与撰写）。并在《法学研究》、《法学家》、《法律科学》、《中国人民大学学报》、《侵权法评论》、《判解研究》、《民商法论丛》等刊物上发表多篇论文。

数字图书馆
PDG

中青年民商法文丛

总 序

随着我国市场经济的进一步发展和完善，中国加入 WTO 由理想成为现实，我国的经济生活发生了巨大变化，经济关系面临重大的调整。可以认为，信息时代的来临，标志着一场社会生活领域革命的开始。与此相对应，法律上的新问题和矛盾层出不穷，而对于一些前沿问题作出理论上的回应，是目前民商法学者面临的重大任务。

我国民商法自 20 世纪 70 年代末开始起步，至今已取得了巨大的进展。学科理论体系框架得以建立，立法活动的有效开展也丰富了理论的发展，一批中青年学者脱颖而出，民商法的研究呈现出欣欣向荣的局面，这是一种可喜的现象。但是，由于历史的原因，我国的民商法学仍存在一些不足，表现为对民商法各项制度和规则的研究不够深入和系统，许多研究尚处于探索阶段；研究的方法论仍有待于丰富，包括法律的经济分析法、判例研究法、分析法学方法等有待引入；在法律规制上，尤其是立法和司法中许多新问题在理论上尚未得到足够的支持。因此，提倡和支持青年民商法学者结合当代中国国情，进行民商法理论的更新和创造势所必然。我们的民商法学需要大量借鉴两大法系的先进经验，但不能完全照抄照搬和简单复制。人在天地间贵在自立，国家和民族贵在自强，我们的民商法，也应当在世界民商法之中有自己的重要地位。

对当代民商法学者而言，站在历史的十字路口，肩负着重建当代民商法的重任。现实要求我们，既要进一步了解和消化传统理论

的深厚底蕴，又要在此基础上予以合理解构；既要维护已有的法律传统，又要合理吸收两大法系中的科学制度；既要结合其他学科理论进行形而上的“应然”论述，又要基于现实需要进行“实然”的制度设计。我们主张多种民商法理论生长空间的存在，提倡各种学术观点的碰撞，以期孕育出科学而具有现实意义的理论。毫无疑问，这对于我国的 21 世纪民商法理论的完善是有益的。

鉴于此，中国人民大学民商事法律科学研究中心与人民法院出版社共同组织出版《中青年民商法文丛》，旨在实现上述目的。我本人也希望借此渠道向社会推出优秀的学术著作。本丛书收录的均是中青年学者在相关领域具有开拓性和前瞻性研究的著作，这些著作将会对民商法理论的发展起到一定的作用。我热忱希望更多的中青年学者能加入其中，为 21 世纪中国民商法大厦的建立奉献自己的聪明智慧。



2002 年 4 月于中国人民大学



序 一

随着我国社会主义市场经济建设的深入发展，证券市场在我国经济生活中的地位越来越重要。不久前党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》以及国务院颁布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》都明确指出，要积极推进资本市场的改革开放和稳定发展，创造和培育良好的投资环境。在我看来，建立良好投资环境的根本前提就是要有一套完善健全的调整资本市场的法律体系。尽管我国已经有了一些调整资本市场的法律、法规、规章以及司法解释，如公司法、证券法、商业银行法、证券投资基金法等，但是资本市场的法律体系，尤其是证券市场的民事责任制度仍然极为欠缺，以致在证券市场中出现了大量的各类欺诈行为，其中虚假陈述（欺诈上市与虚假发行）是最经常发生且危害最为严重的一类违法行为。从早期的琼民源案、红光实业案、大庆联谊案，到晚近的银广厦案、通海高科案，虚假陈述这一违法行为已经严重地扰乱了我国证券市场的正常秩序，损害了投资者的合法权益。如果这类行为不能得到及时有效的遏制，如果投资者的损失不能得到公正及时的补救，长此以往，我国证券市场以及整个资本市场的存在与发展必然受到严重的威胁，甚至社会主义市场经济建设的顺利进行也将受到极大的阻碍。因此，当前加强对证券市场欺诈行为及其民事赔偿责任的研究具有极为重要的现实意义与理论意义，具体表现在以下几方面：

首先，通过对受害人遭受的损害予以充分的补救，民事赔偿责任制度能有效地保障投资者的合法权益。在各种法律责任制度中，只有民事赔偿责任具有给予受害人提供充分救济的功能，然而，由

于我国证券法缺乏系统完善的民事赔偿责任制度，因此在实践中，对虚假陈述等违法、违规行为主要都采用行政处罚的办法解决，而对受害人却没有给予补偿。例如，在已经发生的多起证券欺诈案中，如苏三山事件，琼民源虚假报告、红光实业案，尽管中国证监会作出的行政处罚的力度很大，但是广大受害投资者并没有获得应有的赔偿。这种忽视对受害人补救的做法显然是不妥当的。因为，只有广大投资者才是市场的真正主体，如果投资者在证券市场中因不法行为而遭受损害，其受害的利益不能得到充分补救，投资者就会减少投资甚至因丧失信心而拒绝投资，这就必然会阻碍资本的流动，影响证券市场的正常发展。从这个意义上说，民事赔偿责任的建立不仅直接关系到广大投资者的利益保护问题，而且直接关系到整个证券市场稳定与发展的大局。如果投资者被证券市场中的不法行为人坑得头破血流甚至倾家荡产，也无法诉请法院获得赔偿，只能自认倒霉，甘受损害，那么，证券法中的公平、公开与公正的原则就无法体现，我国法律充分保护公民财产权利的功能也将无从体现。

其次，民事赔偿责任可以有效地制裁不法行为人，预防与遏止违法违规行为的发生。民事赔偿责任的特点在于，它不仅给不法行为人强加了一种经济上的负担（不利益），而且通过责令其赔偿受害人的损失也可以有效地剥夺违法者通过不法行为所获得的非法利益。在证券交易中，违法行为人从违法行为中获得的利益与从其他不法行为中获得的利益相比可能更多，而单个投资者又有可能损失相对较小，“如果众多投资者的损失相加为个别违法人所有，则数额之巨大，足以使违法者一夜间成为百万或者千万富翁”，正因如此，某些不法行为人并不顾忌没收、罚款等行政责任而甘愿铤而走险，从事各种欺诈行为。尽管行为人为追求巨大的利益而从事违法、违规行为时也可能会面临承担行政处罚甚至是刑事责任的风险，但是刑事责任毕竟只是在特别严重的情况下才能产生，而行政处罚责任又往往与行为人所获得非法利益不相称（因为在许多情况下很难找到准确的标准来确定处罚的数额），且处罚机关也不好把握处罚的力度，因为倘若处罚过重，会害怕影响上市公司的业绩；

处罚过轻，又不能从根本上对不法行为人形成一种震慑的力量。结果造成了法律责任和制裁缺乏应有的约束力，各种违法、违规行为屡禁不止，证券市场中违法违规现象依然十分严重。如果推行民事赔偿责任，允许投资者可以针对发行人、上市公司、专业机构等不法行为人提起损害赔偿诉讼，无疑会在经济上对其施加较为沉重的负担以制裁之，剥夺其所获得的利益。这不仅可以有效遏制各种违法行为的再次发生，并能对其他蠢蠢欲动者起到杀一儆百的作用，有效地打击、遏制证券市场中的各种违法违规行为。

再次，通过完善民事赔偿责任制度，通过股民的监督方式，可以有效地加强对证券市场的监管以及对违法行为的惩罚。当前我国证券市场尚处于起步与发展的初级阶段，整个市场仍不成熟，各项规则和制度皆不健全，在此情况下，强化行政机关的公共执法固然必要，但完全依赖于政府来监管市场是不现实的。其原因在于，首先，行政机关获取的信息不可能是完全充分的，而是非常受限制的，它不可能对各种证券市场中的违法、违规行为都明察秋毫，了如指掌。其次，即使行政机关具有完全充分的获取捕捉违法行为的能力，但其用于监管的资源（人、财、物）仍是有限的，所以行政机关并没有足够的能力监控一切，最好的办法是通过民事责任的方式动员广大的投资者来参与监控，利用民事赔偿的方式来惩治违法行为，保障证券市场的健康有序的发展。民事责任的重要功能在于，通过形成一种利益机制，可以鼓励广大投资者诉请赔偿，积极同不法行为作斗争，揭露证券市场中的各种欺诈行为或其他违法行为。众多投资者形成的对证券市场违法、违规行为的监督力量是巨大的，这种作用一旦被发挥出来，也是任何政府执法部门无法比拟的。从执法效果上来说，广大投资者的监督也是人民群众的监督。它不仅形成了一股巨大的社会力量，甚至可以起到即时监控的作用。尤其应当看到，民事责任是一种成本很小的监控措施，政府不用投资，但可以调动大量的投资者进行监管，提高监管的效率，及时纠正违法、违规行为。这种做法只是由不法行为人为受害人掏腰包，国家无需动用纳税人一分钱。

此外，必须看到的是，由于我国证券市场发展迅速，投资者人数越来越多。据统计，截至 2004 年 1 月，我国证券市场投资者开户数已达 7039.87 万家，如此众多人数的投资者一旦在遭受侵害之后，如果处理不善极易引发一些剧烈的社会矛盾，破坏我国繁荣安定的局面，这显然不利于我国社会主义市场经济的稳定与发展。因此，更迫切的需要通过民事诉讼程序，采用民事赔偿责任的方式来化解矛盾，维护社会稳定。一方面，民事诉讼本身可以作为一种解决冲突的方式，将证券市场中的某些冲突通过诉讼与审判机制予以吸收和中和，将尖锐的矛盾转换为技术问题，通过正当的法律程序加以解决，这是有利于社会稳定的；另一方面，如果不采用民事赔偿责任的方式来规范证券市场，健全市场秩序，而对违法行为听之任之，姑息养奸，则黑幕愈演愈烈，问题积重难返，将对社会的稳定造成难以估量的威胁。

最后，通过强化民事赔偿责任的作用，也可以充分发挥司法在最终解决纠纷中的功能。强化民事赔偿责任而不是行政责任，有利于实现对行政权力的制约，防止公权力的滥用，充分发挥司法在最终解决纠纷中的作用，这也是符合中国加入 WTO 的要求的。因为 WTO 的有关协议对成员国的司法救济提出了明确的要求，它要求纠纷应当由司法进行裁判，从而要求进一步发挥司法最终解决的职能。在市场经济条件下，应当充分发挥民事责任而不是行政责任的功能，因为民事责任给予了受害人自我选择补救方式的权利，受害人基于民事责任提起诉讼，其能否获得赔偿以及获得多大范围的赔偿都应由法院来最终作出决定，也就是说，最终应由司法统一裁决纠纷。这完全是中国加入 WTO 所需要的。

总之，完善证券市场民事赔偿责任制度是建设社会主义市场经济体制相适应的法律体系的迫切需要之一，也是我国证券法未来的发展方向。这一系统工程需要立法部门、司法机关、实务界以及理论界多方的协力配合。目前，证券市场民事赔偿责任制度的欠缺已经受到了最高立法机关的重视，证券法的修改工作也正在紧锣密鼓地进行之中。因此，对理论工作者来说，当务之急就是在吸收借

鉴西方证券市场发达国家先进经验与优秀成果的基础上, 密切结合我国的实际情况, 对证券市场民事赔偿制度中的重大疑难问题进行深入细致的研究, 以便为立法与司法部门将来完善这一制度奠定相应的理论基础。

本书正是针对证券市场虚假陈述行为的侵权赔偿责任加以研究的专著。该书在充分运用民法尤其是侵权行为法理论的基础上, 立足于我国证券市场的现实, 广泛吸收借鉴了美国、英国、德国、日本以及我国台湾地区的合理经验与理论成果, 对证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任的各项构成要件(虚假陈述行为、过错、因果关系、损害后果等)进行了深入、细致的研究。同时, 该书还对我国证券法、公司法、股票发行与交易管理暂行条例等法律、法规以及最高人民法院《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》中存在的问题作出了分析, 并提出了相应的完善建议。虽然书中的一些论述尚不充分, 个别观点也可商榷, 但是瑕不掩瑜, 相信该书的出版对于推动我国证券市场民事责任制度的完善具有一定的意义。

本书作者程啸同志曾是我指导的博士生, 现在清华大学法学院任教。他在校学习期间刻苦努力, 治学严谨, 成果颇丰。因此, 在本书即将出版之际, 我衷心希望程啸同志在今后的学习、工作与生活当中能够继续刻苦钻研, 戒骄戒躁, 取得新的进步。同时, 也希望更多的年青一代的学者能够投身到民商法学的研究事业当中, 为我国社会主义法治建设事业以及民商法学的繁荣发展作出应有的贡献。



2004年3月
于中国人民大学贤进楼

序 二

证券市场的车轮在我国经济市场化改革的进程中滚滚向前。

如果以 1990 年两个证券交易所的成立为起步标志,我国证券市场已走过了 14 年的历史。这期间,证券市场从无到有,从小到大,发展迅速,无论就发展速度还是规模,其成就都是有目共睹的。

我国证券市场发展到今天所面临的一个突出而又重要的问题是对投资者权益的保护,这不仅是包括广大投资者在内的市场参与者的共同心声,而且成为我国证券市场的一项基本政策。2004 年 2 月 4 日国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》就明确提出要“切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。应当说,重视对投资者权益的保护,这是各国证券市场管理的基本目标。比如美国,早在 1937 年,时任 SEC 主席的 William O. Douglas 就提出:“我们是投资者的守护神”,只不过,这一问题在目前的我国显得尤为重要,尤为迫切,这是什么原因呢?

第一,由于特定的历史原因,我国上市公司股权分置,大股东往往“一股独大”,通过把持、控制上市公司董事会、股东大会,通过种种关联交易,屡屡损害中小投资者的权益,中小投资者成了任人宰割的羔羊,成了市场违法者和违法行为的牺牲品。

第二,我国相关的会计制度、会计准则在科学性、操作性等方面存在着较多的纰漏。会计制度上的漏洞容易被一些上市公司、拟上市公司及其工作人员所滥用,无形中为虚假陈述行为的发生开了方便之门;而会计信息的失真将严重误导投资者,影响他们的投资决策,给他们造成投资损失。

第三,与“新兴加转轨”的市场特征相对应,我国证券市场中

中介机构及其执业人员在职业道德和诚信标准方面较为落后，他们在一些情况下受利益驱动，忘记或忽略了法律法规和诚信道德的要求，没有尽到中介机构应当履行的监察、审计责任，甚至与上市公司、拟上市公司狼狈为奸，进行虚假陈述，欺骗投资者。

保护投资者的合法权益和打击虚假陈述等违法犯罪行为，是同一问题的两个方面。因此，为了实现保护投资者合法权益这一基本目标，我们应当从法律上建立和完善有关惩罚遏制证券违法犯罪行为的制度。从我国目前情况看，规范证券市场各类参与主体行为的法律、法规和规章体系已经初步确立，一个包括行政、刑事和民事手段的三位一体的责任体系正在形成，这对于维护市场秩序、端正市场行为、打击违法现象起到了重要作用。但仔细分析，这些法律、法规以及规章都偏重行政责任与刑事责任，而对民事赔偿责任制度从根本上没有引起足够的重视；不仅法律中少有规定民事赔偿责任的条文，而且仅有的一些规定中也存在不少的缺漏。这就是说，我国民事法律责任制度的缺陷已经明显滞后于大力惩治违法行为、保护投资者合法权益的要求，不能完全适应我国证券市场长期健康稳定发展的需要。

针对这一情况，程啸博士在本书中对我国目前市场中最为普遍的违法行为——虚假陈述的侵权损害赔偿问题进行了比较充分的研究。作者根据民法的一般原理，结合国外和我国所发生的大量案例，对虚假陈述的民事侵权损害赔偿问题进行了有益的探索。文章旁征博引，内容详实，结构严谨，文笔流畅。该研究成果无论对我国的法学界，还是对证券监管层以及司法界，都有重要的参考价值，值得一读。

张育军^①

2004年3月

于深圳证券交易所

^① 深圳证券交易所总经理，经济学博士。

目 录

《中青年民商法文丛》总序	(1)
序一	(1)
序二	(6)
引言	(1)
第一章 民法对虚假陈述行为的规范	(10)
第一节 英美法中规范虚假陈述行为的法律制度	(11)
一、英美法中虚假陈述的类型	(11)
二、对虚假陈述受害人不同的救济方式及要件	(13)
第二节 德国民法对虚假陈述行为的规制	(34)
一、欺诈	(35)
二、过失性虚假陈述	(41)
三、无意的虚假陈述	(47)
第三节 我国民法对虚假陈述行为的规制	(48)
一、欺诈	(48)
二、过失性虚假陈述	(50)
三、无意的虚假陈述	(52)
第四节 小结	(53)
第二章 证券市场虚假陈述民事赔偿责任的性质	(57)
第一节 导言	(57)
第二节 证券市场虚假陈述民事赔偿责任的性质	(59)
一、关于证券市场虚假陈述民事赔偿责任性质的 争论	(59)

二、探讨证券市场虚假陈述民事赔偿责任性质的意义·····	(63)
三、证券市场虚假陈述民事赔偿责任应为侵权赔偿责任·····	(66)
第三节 证券市场虚假陈述侵权赔偿责任构成要件概述 ···	(73)
第三章 证券市场虚假陈述侵权赔偿责任的主体 ·····	(76)
第一节 确定责任主体范围的依据·····	(76)
一、证券市场与普通市场的差异·····	(79)
二、证券法与侵权法在调整虚假陈述行为的法律规则方面的差异·····	(82)
三、小结·····	(86)
第二节 我国现行立法中虚假陈述侵权赔偿责任主体的范围及完善·····	(86)
一、现行立法的缺陷及相关建议·····	(86)
二、《规定》中虚假陈述赔偿责任主体的范围及缺陷·····	(89)
第三节 各责任主体承担侵权赔偿责任的理论依据·····	(95)
一、发起人·····	(95)
二、发行人或上市公司·····	(100)
三、发行人或者上市公司的法人机关成员·····	(104)
四、发行人的雇员·····	(112)
五、控股股东或实际控制人·····	(114)
六、证券承销商与上市推荐人（保荐机构与保荐代表人）·····	(117)
七、专业机构及其人员·····	(122)
第四章 证券市场虚假陈述行为的界定 ·····	(129)
第一节 证券市场虚假陈述行为的概念与特征·····	(129)
一、我国目前界定证券市场虚假陈述行为概念的两种模式·····	(129)
二、证券市场虚假陈述行为的概念与特征·····	(132)