

法学论丛



国际金融法系列

证券欺诈侵权损害 赔偿研究

◆ 陈洁著

北京大学出版社

法学论丛

AW

国际金融法系列

证券欺诈侵权损害赔偿研究

陈洁著

北京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券欺诈侵权损害赔偿研究/陈洁著. —北京:北京大学出版社,
2002.11
(法学论丛·国际金融法系列)
ISBN 7-301-05982-5

I. 证… II. 陈… III. ①证券交易—诈骗—赔偿—民事诉讼—研究—中国②证券交易—侵权行为—赔偿—研究—中国 IV. D925.104

书 名: 证券欺诈侵权损害赔偿研究

著作责任者: 陈 洁 著

责任编辑: 孙战营

标准书号: ISBN 7-301-05982-5/D·0673

出 版 者: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750692 编辑部 62752926

电 子 信 箱: zpup@pup.pku.edu.cn

排 版 者: 兴盛达打字服务社 62549189

印 刷 者: 北京大学印刷厂

发 行 者: 北京大学出版社

经 销 者: 新华书店

890 毫米×1240 毫米 A5 开本 8.75 印张 254 千字

2002 年 11 月第 1 版 2002 年 11 月第 1 次印刷

定 价: 16.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容
版权所有,翻版必究

总 序

一、法律方法与经济问题

本套专著有一个共同的特点,就是作者们不约而同地采用法律方法研究经济问题。过去我们在二十多年的时间内,多看到用经济学的方法分析法律问题。特别是国外法学界开展的轰轰烈烈的“法律的经济分析”,已有若干部专著翻译成为中文。而现在,在中国的大学和研究机构里,法律研究工作者开始进入经济学、公共管理学和工商管理学的领域,用法律的方法来研究这些边缘领域的问题。

在社会科学几个相近的领域,例如经济学、公共管理学、工商管理学和社会学等领域,都有法律研究的论文和著作,这种跨学科的研究成果,也越来越多了。在中国政府将“依法治国”定为基本国策之后,采用法律的思维与方法分析目前的经济改革问题也非常有意义。其意义就在于,我们所说的“依法治国”,不仅仅是表现在一个宏观的口号上,而是要将“依法治国”作为可以实际操作的、用来实际分析经济问题的、作为经济政策设计基础的法律方法。

记得前年,全国人大常委和人大财经委员会委员、北大前校长吴树青老师问我,依照《宪法》,“债转股”是否应该提交人大财经委讨论?我说需要研究一下法律,才能回答。最近,国务院关于“国有股减持与成立社保基金”的办法出台,又有人问我,这么大的财政支付转移,是否应该经过人大财经委开会讨论?我回答说,需要研究法律。直到我在写这个序的时候,相关的法律研究工作还在进行。我希望从法律制度变迁的角度和我国财经法制程序演讲的过程中找出符合法律的答案。

不断遇到类似问题,使我开始研究与思考经济学家们提出的问题:“人大财经委员会的职权范围究竟是什么?”“人大财经委员会对于国家重大财政支付转移是否有权审议?”从法律学的角度来研究这

些经济学问题,本身就构成了一个重要的法律制度程序化和司法化的法学课题。

二、经济学家敏感,法学家稳重

还记得有一次,一位金融业界人士对我说:“改革十多年来,讨论经济改革的问题,几乎都是经济学者的声音,这不奇怪。目前,讨论《证券法》或公司治理的问题,也几乎都是经济学者的声音,这也不奇怪。奇怪的是,所有这些问题的讨论中,几乎听不到法学家的声音!”说到这里,这位朋友几乎用质问的口气对我说:“你们法学家们关心什么?为什么听不到声音?你们都干什么去了?”

我一下子被他的语气盖住了!当时我想不出用什么简单办法向他来解释。尽管我不完全同意他的看法,因为这里可能有他个人信息渠道的问题,也可能有社会媒体关注的偏好问题,但还有可能是更深层的问题,例如,在改革过程中,许多法律制度和程序都尚未定型,如果采用法律的方法,可能会增加改革的成本,特别是时间方面的成本等。

本套专著的作者们都是研究法律的,他们也可以称为年轻的“法学家”了,因为,他们已经发表了相当一批研究成果,从事法学专业研究的时间都在10年以上,司法实际工作2~5年以上了。他们长期研究的成果,似乎可以部分地回答前面那位朋友的问题了。法学家可能没有经济学家那样敏感,但是,法学家多数比较稳重。法学家的发言将影响经济政策与制度的设计,也影响经济操作与运行。经济发展要考虑效率,但是不能仅仅考虑效率,还要考虑到多数人的公平与程序的正义。我们的政府和社会都可能需要一段时间接受和适应法学家的分析方法和论证方法。

三、研究成果的意义

邀我写序的这套专著的作者们,经过三年多时间的专门研究,又经过一段时间的修改,才拿出这样厚重的成果来。我看到这些成果时,就像看到美国最高法院门前的铜铸灯柱底下基座的铜龟,给人以一种稳重、缓慢、深思熟虑的感觉。中国古代在比美国更早几千年的

时候,政法合一的朝廷大殿,就有汉白玉雕刻的石龟。龟背上驮着记录历史的石碑,同样给人以庄严、持久、正义的印象。中外司法与法学研究在历史上流传至今,给人的形象方面的印象和感觉是非常类似的,这种感觉在今天还有。

在不太讲究政治经济学基本理念的时光中,又是在变动未定型的过渡时期,经济学家关于对策性的看法是敏捷和回应迅速的。在回应中有许多是充满了智慧的解决方案和温和的中庸选择。相比之下,法学领域的回应还显得少些,也慢一些。有一个可能的答案,也是从本套研究性专著中解读到的:经济学家们谈论的是“物”(商品与交易),法学家谈论的是“人”(权利与义务)。

现实情况也是如此。市场中的“物”,无论是动产,还是不动产,几乎都成为商品,早已流通。现在,更加上升了一个台阶,市场将作为商品的物,进化到了证券化的虚拟资产的形态了。但是,法学这边的情况呢?《物权法》还在起草过程之中,该法案能否在今年内通过,目前还是一个未知数。但是,立法的稳重并不影响市场的发展,法学家们在实务性工作方面,特别在市场中的交易契约设计方面,已经在研究具体的问题,在这方面的成果,也已相当可观。

经济学家对问题的讨论,观点可以是多元化的,也有争论。但是,总的方法还是建立在一个统一的理论框架下和一致的假设前提下的。但是,法律则不同。法律天生就是对抗性的,生来就有正方与反方。抗辩是法律运作的方式,法律的逻辑和理念就是在这种对抗之中发展的。对抗性的法学,本身也导致了它的成果在外界人士看起来充满矛盾性和冲突性。甚至让他们感到,这群人搞的不是科学,而是一种抗辩的技术。

四、国际与国内金融法的融合

如果有人要我用一句话来表达什么是国际金融法,我就会说,它是一张没有国界,只有金融中心与边缘关系的地图。如果说,国内金融法与国际金融法还有什么区别的话,只是时间上的区别了,我国加入WTO后,区别将越来越缩小。

如果我们承认一美元在美国和在亚洲都等于一美元的话,国际

金融的国界就越来越失去意义。而美元市场上中心与边缘的流通关系,就变得越来越有意义。任何国家国界之内的法律制度如果符合金融流通与发展规律的话,这个国家的经济与社会发展就会顺利,否则就曲折。荷兰的人口是俄罗斯人口的 10%,但是,荷兰的金融规模超过俄罗斯的规模。英国人口 6000 万,是印度人口的 6%,但是,伦敦金融市场的规模比印度大若干倍。这就是金融中心与边缘之间的关系之一。所以,区别国内与国际金融市场,在法律规则方面已经不如以往那样重要,重要的是发展中国家中的大国,如何抵御西方金融中心的垄断,将以美元为基础的金融中心从一极化发展为多极化。

具体到我国,研究国际金融法与国内金融法是不可分的,而且这个领域范围之广袤,课题之宏大,数据之丰富,关系之复杂,都是非常吸引人的。特别是年轻人。这个天文般宏伟的领域,特别适合青年人研究与学习。因为,在这个领域比其他法学领域出新成果的机会要更大,创新成果也相对较多。这套专著的出版,就是一个例证。

本来这套专著的作者们要我写个小序,他们的书稿引发了上面一些话语,我感到有些喧宾夺主了。我感谢作者们以加速折旧的生活方式,写出了这样多的研究成果。学者们的生活,分为两个阶段,在学习的时候,取之于社会;而做研究的时间,特别是出成果的时候,是学者用之于社会和回馈于人民。

愿这些专业研究对金融业内人士有所帮助,对金融体制改革有所贡献。

吴志攀 谨致

2001 年 6 月 28 日

序

关注股票市场的人们定然不会忽视这样的事实：去年股票市场最引人注目的事件就是大量财务丑闻曝光。在美国这个世界最大的股票市场，先是安然公司，后是世界通信，接着是史比泽对华尔街投资银行经营活动的调查。这些事件都涉及这样或那样的财务欺诈：安然公司的欺诈涉及利用秘密的表外资产交易以帮助公司创造虚假的利润；世界通信则是另一种类型的虚假利润披露和隐蔽关联交易。纽约州总检察长史比泽动用纽约州证券法赋予的权力，对一些华尔街投资银行展开调查，揭露出一些投资银行的股票分析师将他们自己私下并不看好的证券，在没有如实告知的情况下推荐给客户。

我国的证券市场，也已经发生了一连串臭名昭著的虚假信息披露和关联交易丑闻。尽管监管机构尽全力果断执法，但是，监管制度对特定最低利润的严格要求，使公司经营者在提交其财务报告时，极力采取各种方法以保持发行新股的资格或者避免被勒令退市。而且，在一个换手率居高不下的市场，违法行为被发现的机会很低。在2000年，股票市场最高峰的时候，市场上每只股票平均换手率在5次以上。平均而言，在新股发行后5日内，所有发行的股票已经转手一次。因此，在2000年，平均70天后，发行的全部股票都已经卖给下家。

虽然美国和中国分别代表市场成熟度的两端，但两者有一点是共同的。这个共同点就是人性的贪婪。任何一个监管制度，无论它多么发达，都无法阻止贪婪的人们绞尽脑汁地凌驾其上。从哲学意义上讲，所有社会都试图界定获取财富所不得超越的底线。《论语》云：“君子爱财，取之有道”。随着社会的多元化，这个界线取决于整个社会和阶层的道德水准和法律规定。不过，只有足够多的人自觉遵守时，法律才具有执行力。在我们所看到的美国市场丑闻中，非常

严密发达的制度没有得到遵守,因为市场受某个阶层控制,这个阶层认为他们高于社会大多数,并建立了自己的一套道德准则,而这些准则背离了社会其他人的利益。所以,在丑闻发生后采取的许多措施以及今后将要采取的更多措施,都是为了确保市场的权力不集中在某个阶层手中。投资银行开始将他们的研究机构与从事投资银行业务和经纪业务的机构分离开来。美国 SEC 已经要求公众公司的 CFO 和 CEO 必须对公司的财务报告进行认证;独立董事的独立性被更加严密地界定;审计师不仅要自律监管,而且要接受公众监督。

在我国,江泽民总书记提出了“以德治国”的思想。假如我理解正确的话,这个主张应当是所有社会的共同追求。也就是说,他希望我们的社会能够找到道德的共识:法律制度能够按照人民的愿望发展,社会的重要方面不会受到其内部伦理法则背离社会其他人的某个阶层的控制。诚如是,我们可以对未来寄予厚望,也正基于此,陈洁博士的论文将结出硕果。

文明社会的检验标准之一,是看其法律能否阻止社会优势群体滥用权力。在股票市场上,除市场监管者外,那些拥有管理和分配公众公司资源权力的人以及通过提供专业意见或者其他服务而提供协助的人,皆属优势群体。此外,优势群体还包括那些拥有能够操纵市场的资源,并能够获得其他人无法知悉的公众公司内部信息的人。由于缺乏资源和敏锐的洞察力,监管者通常对市场和公众公司的问题反映迟钝。因此,法律制度必须起到防范作用,以保证那些不具备控制权力的人获得救济,同时,法律必须赋予国家必要的权力以保护弱势群体。为此,法律制度必须确立“有所必为、有所不为”的准则。陈洁博士的专著为我国的证券法律制度建设提供了很有价值的参考。这是一部优秀的学术作品,我谨推荐给所有真诚关心我国法律制度完善的读者。

梁定邦

2002 年冬,于北京

Foreword

Those who have followed the stock markets would not have missed the fact that the most conspicuous occurrences in the last year in the stock markets have been the exposure of financial scandals of major proportions.

In the largest stock market in the world, the United States, Enron came first, then World Com, then the Spitzer investigations of the practices of Wall Street investment banks. These are all financial frauds of one kind or other. Enron concerned frauds dealing with undisclosed off balance sheet transactions which helped the company to show a false profit. World Com was another case of false disclosure of profits and hidden connected transactions. In the case of certain wall Street investment banks, Attorney General Spitzer of the State of New York, using powers given to his department under the State Securities Laws of New York, conducted investigations which revealed that these investment banks were recommending securities to their clients when their own stock analysts were privately, without telling their clients, condemning the very same stocks.

In our own markets, there has already been a succession of scandals of false disclosures and connected transactions which left a very bad taste in their wake. Despite the most heroic enforcements efforts of the authorities, the strict requirements of the regulatory system to show specified minimum levels of profits provide strong incentives to corporate managers to present their financial statements in a way which will enable them to apply for a new issue or to prevent their delisting. At the same time, the chance of discovery of wrong doing is not high

in a market where a quick turnover remains the dominant mentality. In the year 2000, at the height of the stock market, each stock in the stock markets gets bought and sold five times on the average. Within the first five days of the issue of a new stock, on average, the entire issue is sold to secondary buyers. Thus, in the year 2000, on average 70 days later, the entire issue is sold to the next set of buyers, and so on, so forth.

The US and China markets stand at both ends of the spectrum of maturity, but they share one thing in common. That common factor is human greed and the lesson for both markets is that no system of regulation, however developed, will prevent human greed from finding a way to overcome the system. At a philosophic level, all societies have tried to define the ethical line beyond which the desire to gain wealth cannot go. In the Analects of Confucius, we see the saying that "There are things that a true gentleman will do and will not do". As societies become pluralistic, this line is drawn at the level of community and peer group morality, and by laws. Laws however only get enforced if there are a sufficient number of people who feel that they should be observed. In the United States, the well developed system of laws were not observed in the scandals we have seen because the markets became dominated by a peer group who felt that they were beyond the reach of the community at large and therefore developed their own internal moral code which is out of line with the rest of society. So the many measures which have flowed out of the aftermath of these scandals and there are more measures which will continue to come, have been devoted to ensuring that power in the markets are not concentrated in one peer group. Investment banks have begun to separate their research arms from their investment banking and broking arms. The US SEC have required Chief Financial Officers and Chief Executive Officers of public companies to personally vouch for their companies' financial statements. The independence of independent directors have

become more closely defined. Auditors come under public and not just, self regulatory oversight.

In our own country, Secretary General Jiang Zemin has propounded the concept of "Ruling the country by morality". If I understood him correctly, it is a statement premised on the same quest which all societies are embarked upon, that is, he would like our society to find the moral consensus upon which our laws and system of Government can evolve in line with the aspirations of our people and that no important part of society should be dominated by a peer group whose internal code of ethics is out of line with the rest of society. If my understanding is correct, then we can place much hope in the future. And for this reason, the present book by Chen Jie, which is her SJD thesis, will bear fruit.

One of the tests of a civilized society is whether its laws can act to prevent abuses of dominant groups. In the stock markets, apart from those who regulate the markets, the persons in the dominant groups are those who hold the power to manage and dispose of the resources of public companies and those who hold the power to manage and dispose of the resources of public companies and those who provide assistance either by way of professional advice or other services. Another group are people who have the resources to manipulate markets and gain access to internal information of a public company which the general market does not yet have. Regulators often come too late to the scene as they are always short on resources and lacking in good intelligence about what is happening in public companies and the markets. The legal system must therefore come in as a bulwark to ensure that the rights of those who are not in control of power to seek redress. The legal system therefore deploys the power of the State to protect its weaker citizens. To do so, the legal system must find the principles under which it should or should not act. Chen Jie's book contains a valuable source of reference for our legal system to build on. It is a work of ex-

cellent scholarship and one which I will commend to all who are seriously interested in advancing our legal system.

Anthony Neoh,

Beijing, Winter, 2002.

内 容 提 要

本书以证券欺诈行为为研究对象,以侵权责任制度为主线,参照世界证券市场发达国家及地区的相关规则设计,结合我国证券市场的客观实际,深入研究证券欺诈侵权损害赔偿制度的基本理论及技术方案。在此基础上,提出了完善我国证券欺诈侵权损害赔偿制度的法律架构及技术规则,以资完善我国的证券市场法治。

第一章:立足中国国情,从法理基础、经济学分析、社会意义、证券监管功能等角度全面探讨证券欺诈民事赔偿制度的价值。这是构建本书的价值基础。

第二章:从证券欺诈行为的特殊性出发,以侵权责任的构成为主线,详细分析证券欺诈侵权责任的损害、因果关系、归责原则、抗辩事由、赔偿的界定等,系统阐释了证券欺诈侵权损害赔偿制度的基本理论。这是本书的理论基础。

第三章:以虚假陈述为研究对象,以证券欺诈侵权损害赔偿制度的基本理论为指导,在重点比较分析美国虚假陈述民事赔偿规则的基础上,从侵权行为样态、当事人的界定、侵权责任构成、赔偿数额等方面具体探讨虚假陈述的侵权损害赔偿。

第四章:从侵权主体角度,具体分析了证券市场不同主体,包括发行公司、证券承销商、专业人士、公司高级管理人员等在虚假陈述欺诈行为中的责任承担。

第五章:以内幕交易为研究对象,以证券欺诈侵权损害赔偿制度的基本理论为指导,在重点比较分析美国内幕交易民事赔偿规则的基础上,从侵权行为样态、当事人的界定、侵权责任构成、赔偿数额等方面具体探讨了内幕交易的侵权损害赔偿。

第六章:以内部人短线交易为研究对象,在重点比较分析美国相关法律规则的基础上,从归入权规制的对象、行使要件、行使的程序等方面具体探讨了内部人短线交易行为的归入责任。

1125/16

第七章:以操纵市场为研究对象,以证券欺诈侵权损害赔偿制度的基本理论为指导,在重点比较分析美国、台湾地区操纵市场民事赔偿法律规则的基础上,从侵权行为样态、当事人的界定、侵权责任构成、赔偿数额等方面具体探讨了操纵市场的侵权损害赔偿。

第八章:从案例分析入手,从理论和实务两方面检讨我国证券欺诈民事赔偿制度的立法、司法现状,从宏观和微观两个方面对完善我国证券欺诈民事赔偿制度及配套措施提出可行性建议。

关键词: 证券欺诈 侵权 损害赔偿

ABSTRACT

The civil liability and remedy for securities fraud plays an important part in protecting the lawful rights and interests of investors. The term "securities fraud" in this dissertation includes the following behavior in the activities of securities issuing and trading and other related activities: misrepresentation, insider trading, market manipulation.

Based on analyzing the rule of civil liability and remedy for fraud of those developed markets, the research designs the framework and rule of tort liability and compensation for damages for securities fraud in China. This dissertation is divided into three parts.

Part I introduce the theory of the tort liability and remedy for securities fraud, which forms the dissertation's theoretical foundation. It comprises Chapter 1 and Chapter 2. Chapter 1, gives a legal review toward the disputes of establishing remedy mechanism for securities fraud on China stock market. The first, it discusses the theoretical basis for litigation system to prohibit securities fraud. The second, it discusses the merits of civil liability and remedies in now stage in China. Chapter 2, addresses the general legal rules in connection with the tort liability and remedy for securities fraud, such as damage, causation, defenses, contribution and so on.

Part II comprises Chapter 3, Chapter 4, Chapter5, Chapter 6 and Chapter7. It explores the tort liability and compensation for securities fraud, including who should have a cause of action(possible plaintiffs), who should be liable for(defendants), what defenses should be available, how should damages be calculated etc. Chapter 3 focuses on the tort liability and compensation for misrepresentation. Chapter 4 deals with those who have caused damage to investors and shall be li-

able to pay compensation, including the issuer, the underwriter, directors, experts and possibly others' tort liability and compensation for the wrong committed by them. Chapter 5 focuses on the tort liability and compensation for insider trading. Chapter 6 focuses on the liability for short swing trading. Chapter 7 focuses on the tort liability and compensation for market manipulation.

Part III is Chapter 8. It undertakes a review of legislative and the judicial practice of the civil liability and remedy for securities fraud in China, especially examines the rule barriers toward the civil litigation system in China. And, thereby, it also provides legislative recommendations and systematic designs of civil liability and remedy for Chinese securities market in order to establish a sound mechanism to prohibit securities fraud. Finally, several suggestions are submitted as the possible solutions.

Key words: Securities Fraud Tort Liability Compensation for Damages