

证券市场虚假陈述的民事法律责任机制

倪凌燕

(厦门大学法学院)

内容提要: 我国证券立法的虚假陈述民事法律责任规定缺乏应有的完善性和可操作性。本文认为证券市场虚假陈述行为应承担侵权民事法律责任, 并以此为基础探讨了追究民事法律责任的主体、归责原则、责任构成要件等, 以期能合理建构证券民事责任机制, 加快证券市场规范化进程。

关键词: 虚假陈述; 侵权责任; 过错推定

信息作为一种稀缺资源在证券市场上具有举足轻重的作用。维护信息公平, 提高信息效率, 成为确保证券市场博弈公平竞争实现资本优化配置的关键所在。与此相应, 信息获取的公开、公平、公正成为证券法的基本原则之一。信息公开制度也成为证券法律制度的核心。但较之国外的发达国家的证券立法, 中国证券市场对于违反信息公开义务的虚假陈述的法律规制却极不完善和成熟。证券立法虽然对虚假陈述的民事责任作出了肯定性回应, 但立法过于粗陋, 缺乏具体性和可操作性。本文拟就此问题略述管见, 以见教于大家。

一、探讨证券民事法律责任的意义与原则

中国证券市场的法律构造表现出极强的官职色彩和集权化特征。“中国的证券监管机关拥有的几乎是令各国同行最为羡慕的权力。”⁽¹⁾江平教授也称证券法本质上是一部管理法。但是行政强力规制并不足以解决证券市场规范问题, 政府的“有限理性”、“寻租”问题和“有心无力”的现实都难以逃避。而对于证券违法行为的刑事责任、行政责任规制也无法从根本上独立完成维护投资者利益的立法宗旨和目的。民事法律责任作为调整平等民事主体间非常态下的财产流转和权利分配的有力工具, 作为私权救济的基础在法律责任中具有不可替代的重要地位。虚假陈述应承担行政责任、刑事责任是基于其违反信息公开义务, 扰乱社会经济秩序, 承担民事责任则是因为其侵害了投资者的合法权利, 致使财产遭受损失, 只有健全证券民事责任机制, 中国的证券市场才可能真正是一个“充满生机充满活力的证券市场。”

对虚假陈述的民事责任问题, 我国《证券法》63条、161条、202条;《禁止证券欺诈行为暂行办法》23条等作出了原则性的肯定性的规定, 但难谓之臻于成熟和完善, 如对于责任主体的范围、违法行为的责任认定、归责原则、损害计算等均无明确规定。这既成为探讨这一问题的必要性和急迫性所在, 同时也决定了相应的原则与方法的特点。笔者认为: 第一, 应立足于证券立法的基本宗旨, 切实以维护中小投资者利益为规定证券民事责任的目标。第二, 证券民事责任究其本质属于民法范畴, 应运用民法基本原理与基本法律寻求合理的解决。第三, 证券民事责任有其行为诸方面的特殊性。外国发达国家证券立法作出了许多突破性且经实践检验具有有效性和可行性的规定, 应合理借鉴, 为我所用。第四, 我国证券市场仍处于不完善的初级发展阶段, 不像西方成熟的证券市场是在完全的市场经济的前提下, 自发形成和产生完全依靠市场本身内在在运行机制调控的, 立足我国国情是构建证券民事责任机制的又一基石。

二、虚假陈述民事法律责任性质

虚假陈述民事法律纠纷是指证券市场上证券信息披露义务人违反证券法规定的信息披露义务, 在提交或公布的信息披露文件中作出违背事实真相的陈述或记载, 侵犯了投资者合法权益而发生的民事侵权索赔案件。

责任性质是探讨法律责任的首要问题, 它决定着责任的构成要件、归责原则、责任形式等。大陆法系区分义务和责任, 法律责任是违反义务所承担的一种不利益的结果。义务的内容取决于责

任人和受损害者之间的基础法律关系的性质。所以,“法律责任的性质是由当事人之间的义务关系的性质决定的。”⁽²⁾

虚假陈述的民事法律责任性质有契约行为说、侵权行为说、独立行为说的不同见解。笔者认为,以采侵权责任为妥,但并不排斥侵权责任与违约责任竞合之情形。

1. 违约责任之不足。首先,违约责任的最大特点是具有“相对性”,即只有合同关系的当事人方可提出请求,合同关系以外的第三人不能依此合同为请求,合同关系人也不得向合同以外第三人提出请求。由于股票可被看作是一种商品,其募集发行过程也与货物买卖有某些共性,依违约责任请求救济在理论上并非毫无根据。⁽³⁾但在证券一级市场上,代销的证券承销商、为证券发行提供各种法律文件的机构专家与购买人之间没有合同关系;二级市场中,合同双方是电脑竞价系统中不确定的不同投资者,受损害方与发行人等信息披露义务主体之间无基础合同关系。则上述情形难以以违约为请求权基础。其次,上市公司公开招股说明书的行为,法学界认为属于“要约邀请”⁽⁴⁾,合同法也采用。那么,信息披露义务便是在上市公司与购买者缔结合同实质过程之外的。从理论上讲,当属“先契约义务”,承担的应为缔约过失责任,属广义的合同责任而非严格意义的“违约责任”。这一责任以过错责任为归责原则,以投资者以较高的举证责任,且其赔偿范围是信赖利益的损失而非实际合同利益损失,于保护投资者而言并无实际优势。再次,信息披露真实完整准确并非为合同约定之义务,若从合同法角度而言仅为违反告知、忠实等附随义务,当事人不能单独请求义务人履行,其法律适用徒增麻烦。最后,从比较法的角度,采契约行为说的立法例几无。台湾证券交易法以前采用契约型的立法模式,实践中问题丛生,难以解决。于是在证券交易法修订时改为采用侵权法的模式进行规制。⁽⁵⁾

2. 侵权责任之适用。首先,“侵权行为的责任系由违反法律规定的义务引起,此种义务针对一般公民而言,违反此种义务的补救办法就是对未清偿的损害赔偿的诉讼。”⁽⁶⁾侵权责任保护的是对世权,以违反法定义务造成的损害发生为基础。虚假陈述违反的是信息公开真实保证义务,其法定性可从《公司法》206条、207条,《证券法》63条、

161条、202条,《股票发行与交易管理暂行条例》16条、17条、73条、74条,《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条等找到充分依据。信息披露不是对合同当事人负有披露义务,而是对广大公众负有披露义务。这是一项法定义务,保证披露文件的真实性的披露担保也是法定担保义务而并不是合同义务,所以不能完全以合同义务来确定责任,而应对虚假陈述的行为规定侵权责任。⁽⁷⁾其次,虚假陈述侵犯了投资者公众享有的真情获知权和财产权。规定侵权责任才可以切实保护投资者享有的法定权利。广义而言,证券是一种商品,投资者属于消费者,其似有理由主张类推享有一般消费者所拥有的真情获知权。同时,投资者因信赖虚假陈述而作出投资决定,在证券市场上遭受财产损失,则侵犯了投资者财产权。⁽⁸⁾再次,承担侵权责任的主体不以合同当事人为限,责任方式的采用以赔偿损失和恢复原状为原则,符合保护投资者的要求,也是投资者获得最大赔偿这一从“经济人”角度出发所作的必然选择。最后,从比较法和我国立法而言,英、美、日、台等均采侵权责任的立法例。我国证券法第63条的法条表述与连带责任的规定也暗示了侵权责任的立法趋向。⁽⁹⁾

3. 违约责任与侵权责任竞合之可能。虽然侵权责任对所有虚假陈述主体行为具有普适性和涵盖性,但并不排除与违约责任存在竞合的情形,主要体现于:证券初次发行时,投资者与发行人以及以包销方式承销证券的证券公司之间存有合同关系;证券私募发行的特定投资者与发行人之间等。⁽¹⁰⁾此时,应赋予权利人自行选择违约之诉或侵权之诉的自由,以维护当事人的意思自治和最大利益。鉴于违约责任所涉问题较为明了,且适用情形较少又为侵权责任情形所涵纳。

三、虚假陈述的民事法律责任主体

1. 责任主体的范围。依各国证券立法及我国的相关规定,虚假陈述的责任主体范围大致包括如下几类:第一,发起人和发行人;第二,董事、经理以及在文件中签章的公司其他高层职员;第三,承销商;第四,专家即会计师、律师、评估师等专业证券服务者及机构。

2. 相关问题。第一,关于发起人问题。在我国法律中,发行人和发起人是两个不同概念。而国外发行人则包括发起人。我国《股票发行与交易条例》中规定了发起人为责任主体,而《证券法》

则未对发起人作出规定。从法律体系和法律语词使用而言,《证券法》似有责任主体规定不完全之嫌,若作扩大理解,又可能造成“发行人”用语混淆,应予明确为当。第二,上述责任主体之间的关系。笔者认为,发行人与承销人对证券公开文件虚假陈述的全部负有责任,而专业机构人员仅对起负有责任的部分承担责任,而且是属于次一顺序的连带责任;⁽¹¹⁾而我国并未确立“揭开公司面纱制度”,与美国在法律上董事等可与发行人分别承担独立的损害赔偿赔偿责任(受害人可直接起诉董事)不同,我国一般而言,是先由发行公司承担赔偿责任,不足清偿时,董事等才承担连带民事赔偿责任。

四、虚假陈述民事法律责任的归责原则

侵权责任的归责原则在侵权行为法中居于核心地位,关系到侵权责任的构成要件,举证责任的分配等,在一定意义上体现了立法者对利益权衡的价值取向和决定了法律责任的现实效应。笔者赞同采用过错推定原则,并对不同主体的抗辩事由作出区别规定。

1. 过错推定是指原告能证明其损失是由被告行为导致的,而被告不能证明其主观无过错,则推定被告主观过错并承担责任。从本质上说,过错推定仍属于过错责任的体系。所谓过错,是指支配行为人从事在法律上和道德上应受非难的行为的故意和过失状态。换言之,是指行为人通过违背法律和道德的行为表现出来的主观状态⁽¹²⁾,在证券虚假陈述问题中,一旦存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,使投资者在证券交易中遭受损失的,其行为即具有一种法律上的可归责性,存在可推定的过错。

2. 有学者认为发行人应承担无过错责任。⁽¹³⁾笔者认为,无过错责任是法律不考虑行为人的主观过错即不论有无过错均构成责任,适用于不能推定加害人的有过错的情形或者是加害行为不具有非难性,很难用体现法律对某种行为之否定评价的过错概念来衡量的情况。⁽¹⁴⁾证券发行人的虚假陈述则明显具有无须证明的主观过错,这是要求其承担否定性评价和承担责任的基础。证券业是高风险行为,投资者应当有风险意识,就虚假陈述造成投资者损失,不能一概追究信息公开人的责任。⁽¹⁵⁾作为发行人而言,依然享有法定的免责事由,如投资者在取得该证券是已知该陈述为虚

假陈述,则发行人不承担赔偿责任。所以对发行人,应适用特殊过错推定责任。

3. 认为对承销商、发行人的董事、监事和经理等要求其承担过错推定责任过于严苛的观点笔者不能苟同。证券市场中,投资者与公开义务机构之间存在严重的“信息不对称”,投资者因而处于绝对的弱者地位。纵然承销商等对上市公司实际情况未必像发行人那样了如指掌,但以过错归责,则要求投资者举证其未尽核查的合理注意,实在对投资者甚是不公,可能导致责任形同虚设。

4. 笔者认为应统一采用过错推定原则。一是基于行为本身的表现与非难性的必然联系。二是基于保障市场安全、效率,保护投资者利益的价值取向。但应当承认,不同责任主体的义务性质是有区别的,基于权利义务相对称和公平考虑,应对不同主体规定不同的抗辩事由以衡平之。具体而言,发行人作为侵权人,从违反诚实信用义务的角度看,其行为在整个侵权过程中具有原发性,且往往处于故意的心理状态⁽¹⁶⁾,不得以主观无过错要求免责。承销商作为侵权人,其行为在整个侵权过程中具有继发性,可以以证明自己已经以其行业的业务标准和职业道德,以应有的勤勉和注意对发行人及有关文件进行了认真审查,仍没有也无法发现虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏要求免责或减轻责任。对于专业人员的合理注意调查义务要求要高于非专业人员。前者尽善良管理人义务方免责,后者尽处理自己事务相同义务即可免责。

五、虚假陈述民事法律责任的构成要件

1. 存在虚假陈述行为。虚假陈述行为可划分为不实型陈述、误导型陈述和遗漏型陈述,但并非所有的虚假陈述都构成违法,标准在于必须是信息公开文件的重要内容。重大性指“被虚假陈述的事实足以促使理性投资者倾向于认为该被虚假陈述的事实在作出投资判断是非常重要的。”⁽¹⁷⁾

2. 投资人受到损失。损失的存在是提起侵权之诉的必要条件。在证券虚假陈述导致利益受损的证明并不困难。问题在于,对损失大小的计算。证券市场风云变幻,不确定的因素很多,众多投资者情形不一,更增加了计算的复杂性。

笔者认为在这一我国法律的空白领域,可借鉴美国证券法律与实践的做法。首先以“实际损失”为原则,损害赔偿额为原告购买系争证券的金

额与下列三种金额的差价:1)原告起诉前已将证券卖出的,为其卖价;2)原告起诉前以及起诉中均未卖出的,为其起诉时该证券的市场价格;3)起诉后判决前卖出的,其卖价高于起诉时该证券价格,为其卖价,否则以起诉时的价格计算。其次,应考虑虚假陈述因素在损失中所占份额,应相应扣除被告可举证证明的由其它因素导致的价格损失。

3. 虚假陈述与投资者受到损失之间的因果关系。依照因果关系法理,投资者要证明:投资者的投资决定是因为信赖虚假陈述而作出的即交易因果;投资者的损失是因为信赖虚假陈述而导致的即损害因果。这一因果关系的直接证明对于投资者而言是十分困难的。各国证券法均不要求当事人举证,而由法律作出直接推定,并发展了信赖理论和市场欺诈理论以从法理和经济学理论支持。简言之,只要原告能够证明被告作出了公开不实陈述,该不实陈述是重大的,市场价格受到了不实说明或遗漏的影响。原告在不实陈述作出后到真相披露前的时间段内交易该股票,就可以推定投资人对于重大不实陈述或遗漏产生了信赖,并受到了欺诈。

4. 行为人主观过错。这一构成要件的证明已于归责原则中作了阐述,在此不赘。

参考文献:

1. 郑少华, 一部行政集权的证券法,《法学》1999年第4期。
2. 刑颖, 证券公开文件虚假陈述民事责任的构成要件,《经济法论丛》第2卷, 法律出版社2001年版。
3. 田晓安, 证券法上的民事侵权责任制度研究,《侵权法热点问题法律应用》民商卷, 人民法院出版社2000年版。
4. 11. 15. 叶林,《中国证券法》, 中国审计出版社1999年版。
5. 赖英照, 证券交易法逐条释义, 三民书局1991年版。
6. [英] 温菲尔德, 转引自王利明,《民法、侵权行为法》, 中国人民大学出版社1993年版。
7. 王利明, 证券法中的民事责任及其实现机制,《人民法院报》2001年4月26日。
8. 胡基, 证券法之虚假陈述制度研究,《民商法论丛》第12卷, 法律出版社1999年版。
9. 基于合同相对性原则, 合同外的第三人不承担合同上的义务, 类似连带责任的规定在合同责任中几乎不可能出现。参见5。
10. 17. 郭雳、袁平海, 证券私募发行中民事责任问题研究,《法学评论》2001年第5期。
12. 王利明, 我国证券法中民事责任制度的完善,《法学研究》2001年第4期。
13. 杨志华, 证券法律制度研究, 中国政法大学出版社1995年版。
14. 王利明, 侵权行为法归责原则研究, 中国政法大学出版社1995年版。
16. 周友苏、罗华兰, 论证券民事责任,《中国法学》2000年第4期。

(责任编辑: 张丽)

六、结语

法律的明文禁止并不会自然让人停步不前, 行为人在对违法可得的收益和受处罚可能性进行比较之后, 作出是守法还是冒险动手的决定。民事法律责任便是决定这一惩戒可能性和有效性的基本标尺。如上述, 笔者从责任性质、责任主体、责任归责、责任构成要件等分析了虚假陈述民事法律责任, 反观检讨我国现有的证券立法, 其缺陷显而易见, 乃至导致我国证券民事责任机制进入法院实践的层面仍困难重重。最高人民法院发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》, 从此开始受理和审理证券市场由中国证监会及其派出机构作出生效处罚决定, 因虚假陈述行为引发的民事侵权赔偿纠纷案件。这是我国建立证券民事赔偿机制的重大突破, 但受理民事赔偿案件仍为有条件的, 如虚假陈述须经监管部门认定且进行查处, 不能采取采用集团诉讼方式等。

建立公平有效可行的民事责任制度, 以有助于对权益被侵害的中小股东的损失进行司法救济, 以有助于加快我国证券市场规范化进程, 将颇为关键和急迫。