

审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的几个疑难问题 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/40/2021_2022__E5_AE_A1_E7_90_86_E8_AF_81_E5_c33_40988.htm

2002年1月15日，最高人民法院下发了《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》（以下简称《通知》），对证券市场因虚假陈述行为引发的民事侵权赔偿案件，规定了人民法院开始有条件地受理和审理，这对于逐步建立和完善证券市场侵权民事责任制度具有历史性的意义。但是，这类案件的审理，对人民法院的审判工作来说，还是新的领域，没有现成的经验可供借鉴，且这类案件有着法律、技术和社会等方面的自身特点，决定了审理这类案件必然存在许多困难，需要在审判实践中逐步加以解决。本文拟就目前亟需解决的虚假陈述行为的性质、诉讼主体、归责原则、投资者损失的计算和赔偿范围的确定等几个具体问题，与读者作初步分析和探讨。

一、虚假陈述行为的分析和认定

证券市场虚假陈述，也称不实陈述，泛指证券发行交易过程中不正确或不正当披露信息和陈述事实的行为。《通知》第1条对虚假陈述民事赔偿案件定义性解释的规定中，对虚假陈述行为同时也作了定义，即证券市场上凡是违反了证券法的规定，违背事实真相所作出的陈述或记载均是虚假陈述行为。虚假陈述行为是证券市场一切违法、违规行为的基础。证券市场上民事侵权行为的基本形态，与操纵市场、内幕交易等其他侵权行为有着千丝万缕的联系。虚假陈述者既损害了证券市场赖以存在和健康发展的信息披露制度，而该制度恰是证券市场的基石和证券法律制度的核心，同时也侵害了投资者的合法权益

，应承担民事赔偿责任。对虚假陈述从不同角度可以进行如下划分：从行为方式上看，虚假陈述既包括行为人采取积极作为，作出背离事实真相的陈述和记载；也包括不作为，即对依法应作陈述和记载的事项未作记载和陈述的虚假陈述；还应包括不适时披露信息的虚假陈述。根据上述特点，以行为方式为标准进行区别，虚假陈述行为具体可分为虚假记载、误导性陈述、重大遗漏和不适时披露四种形式。虚假记载是指行为人以某种积极行为的方式，将事实上不存在的情形记载为客观存在。误导性陈述则是使投资者发生错误判断的陈述，侧重于使投资者发生误会，而不论是否属于事实上的虚假。误导性陈述对市场走向或对投资者投资行为产生重大影响，如果由自然人作出，其应具有特殊身份，如上市公司高级管理人员、证券投资分析师、重要新闻人物甚至政府部门高级官员以及负有特殊职权的工作人员等。陈述遗漏是指信息披露文件中未将应记载事项作出记载和反映，一般性陈述遗漏不构成民事责任承担的条件，而须是重大的遗漏。不适时披露属于不正当披露范畴，即便披露的信息不含虚假成分，但由于披露时间错误，不在限期内公开披露法定应当披露的信息，导致信息不对称所构成的虚假陈述行为。不适时披露又包括迟延或提前披露。从披露载体上看，虚假陈述可分为两类。一是反映在依法应提交和公布的各项文件中的虚假陈述，既包括由发行人和承销商提交或作出的申请发行及发行文件、招募说明书、上市公告书以及上市公司各种报告等，还包括由中介机构作出的会计报告、审计报告、资产评估报告以及法律意见书等；二是通过报刊、电台和电视台、因特网等媒体所发布的影响股价甚至市场的虚假信息。从虚

假信息披露违反证券法的性质上看，可分为违反义务性条款的虚假陈述和违反禁止性条款的虚假陈述两类。违反义务性条款的虚假陈述，是指负有正确和正当披露信息义务的市场参与者，违反了法定披露义务而对市场及投资者构成虚假陈述的侵权行为。一般反映在依法应提交和公布的各种报告、公告和意见等文件中。证券法中的义务性条款，为发行人、承销商及其高级管理人员、中介机构等市场参与主体设定了信息披露义务，要求他们真实、准确、完整和及时地披露法定应当披露的信息。违反禁止性条款的虚假陈述，是指具有特殊身份的机构和个人违反了证券法的禁止性规定，作出虚假陈述而构成侵权的行为，一般是通过报刊、电台和电视台、因特网等媒体所发布的影响股价甚至市场的虚假信息。证券法中的禁止性条款主要是第七十二条的规定：“禁止国家工作人员、新闻传播媒介从业人员和有关人员编造并传播虚假信息，严重影响证券交易。禁止证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券交易服务机构、社会中介机构及其从业人员、证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员，在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导。各种传播媒介传播证券交易信息必须真实、客观，禁止误导。”根据虚假陈述对市场走向和投资者判断的影响，还可以分为诱多的虚假陈述和诱空的虚假陈述。常见的是诱多的虚假陈述，指当股价运行在相对高位时，虚假陈述者故意违背事实真相，散布或发布虚假的利多信息，诱惑投资者在股价高位接盘追涨的行为。诱空的虚假陈述，则是当股价在低位运行时，虚假陈述者相反散布或发布虚假的消极利空信息或消息，致使投资者低价杀跌后而股价飞涨遭受损失的行为。并非所有虚

假陈述行为都负赔偿责任，只有那些在具有重要性的事实上虚假陈述并对市场产生影响的，方导致民事责任。我国证券法没有具体规定何为重要性事实，但一般理解为法律规定的应当申报或公开的事实，以及对投资者判断产生影响的信息。重要性事实标准还可以结合市场是否受到影响而判断，凡是对市场产生了影响的，那么所虚假陈述的事实即是重要事实，该虚假陈述行为就导致民事责任的产生。《通知》设立了行政决定前置程序，投资者则无须对虚假陈述行为是否构成民事责任作出判断，只要依据生效的行政处罚决定，就可向人民法院提起诉讼。人民法院不仅根据处罚决定证明虚假陈述行为存在而受理案件，并且还可据此作出实体判决。行政决定前置程序无疑解决了证券市场难以举证的问题。根据《通知》的规定，投资者对未受到行政处罚的，属一般民事侵权行为的虚假陈述提起的民事赔偿诉讼，现阶段人民法院尚不予受理。对于虚假陈述行为极其恶劣，其社会危害性已构成刑事责任，受到了比行政处罚更严厉的刑罚制裁的，如构成提供虚假财务报告罪、编造并传播证券交易虚假信息罪、诱骗投资者买卖证券罪的行为人，应当附带承担民事责任。投资者因此向人民法院提起的民事诉讼，人民法院应予以受理和审理。

二、民事责任性质及归责原则

民事责任的性质，最基本的是合同责任和侵权责任。对于证券市场虚假陈述民事责任的性质，理论界有不同的观点，关键在于对发生于一级市场上虚假陈述的民事责任性质的判定。一部分观点认为，一级市场上投资者与发行人之间存在合同关系。发行人的招股说明书便是要约，投资者申购、中签并交纳认购金即是承诺和合同的完成，发行人和每个特定的投资者是一对一的

关系。发行股票或债券时的虚假陈述导致的是违约责任和侵权责任的竞合，投资者可在两项请求权中选择起诉，这种情况下可以构成合同责任。（注：杨明宇：《证券发行中不实陈述的民事责任研究》，载《证券法律评论》2001年第1期，法律出版社2001年版，第140页。）对二级市场股票或债券交易阶段的虚假陈述构成侵权责任，所有学者观点则是一致的。即二级市场投资者交易股票或债券，一般不与上市公司发生直接合同关系，此时虚假陈述则构成侵权责任。（注：王利明：《论证证券法中民事责任制度的完善》，载《证券法律评论》2001年第1期，法律出版社2001年版，第116页。）虚假陈述针对不特定的投资者作出，首先欺诈的是整个证券市场，其次才是投资者。由于绝大多数投资者属于弱者，在市场中处于信息不对称的境地，将虚假陈述民事责任定性为侵权责任，民事责任主体范围就大得多，更有利于保护投资者。证券法在第六十三条、第一百六十一条、第二百零二条规定中，将发行人、承销商及其高级管理人员、各种中介机构及其责任人确定为民事责任主体，应是将虚假陈述民事责任的性质规定为侵权责任。过错在侵权责任构成要件中占重要地位，是侵权行为人的主观状态，其基本形式是故意和过失。虚假陈述赔偿案件中，不同义务主体的注意义务和过错内容不同，归责原则也不同。第一，发行人及其高级管理人员。在证券发行和交易中，发行人（上市公司）对信息披露起着决定性作用，它必须保证所披露的信息真实、准确、完整和及时。各国法律规定，发行人（上市公司）就其披露的信息承担无过错责任。发行人（上市公司）的董事、监事和经理在公司中处于重要地位，对证券发行和交易，其职务行为往

往起到决定作用，故证券法规定其对信息披露承担过错推定责任，即行为人只有在证明自己没有过错的情况下方可免责。第二，承销商及其高级管理人员。由于承销商直接参与了证券的销售，根据证券法第六十三条和第二十四条规定，将其置于民事责任之下，承担过错推定责任。如果其没有尽到勤勉责任，或不能举证证明已尽到相当注意义务而没有过错，其将被推定有过错而承担民事责任。第三，中介机构及其从业人员。证券法对中介机构民事责任承担的规定，从条文上看采用的是过错责任，即行为人主观上具有故意或过失才可能承担民事责任。但多数学者认为，对中介机构采用过错责任，不利于其勤勉和恪尽职守，也不利于保护投资者的权益，故应从过错推定责任来理解证券法的立法原意。这几类责任主体是否构成共同侵权并承担连带责任，关键要看它们是否属共同虚假陈述。共同虚假陈述，是指在知道或应当知道发行人（上市公司）存在虚假陈述的情况下，其他证券发行、交易参与人与发行人（上市公司）合谋作假，或者放任发行人（上市公司）作假而装作不知，或者因怠于职责而未知发行人（上市公司）作假，致使向市场和投资者提供虚假信息的行为。（注：叶林：《中国证券法》，中国审计出版社1999年版，第396页。）这几类主体构成共同虚假陈述，无须存在意思联络或共同故意，因承销商、中介机构必须尽到勤勉和恪尽职守的义务，以消除证券发行和交易中可能出现的虚假陈述。凡是未尽到职责的，必然为发行人（上市公司）的虚假信息公布提供了方便之门，故有必要对承销商和中介机构适当加重责任。关于免责事由，我国证券法对发行人及其他虚假陈述者没有作出明文规定。但根据民法一般原理

和国外证券法的规定，如果虚假陈述者能够证明投资者明知虚假陈述存在而仍进行投资；虚假陈述行为未对市场产生影响，情节并不重大；原告之诉已经超过诉讼时效等，可以此为免责事由抗辩原告的诉讼请求。发行人（上市公司）、发起人以外的民事责任主体，在违反义务性规定的虚假陈述赔偿之诉中，可以证明自己尽到了勤勉和恪尽职守的义务，而抗辩民事责任的承担。

三、诉请主体分析所谓原告，是指因民事权益发生争议或受到侵害的利害关系人，为维护自己或者受其保护的民事权益，向人民法院提起诉讼，请求民事审判的当事人。我国民事诉讼法第一百零八条规定，原告是与本案有直接利害关系的公民、法人和其他组织。提起虚假陈述民事赔偿诉讼的投资者，其必须与案件有直接的利害关系，并非所有的投资者都能对某一虚假陈述行为提起民事赔偿之诉。根据《通知》规定，人民法院审理的是发生在证券市场中因虚假陈述引发的民事赔偿案件。证券市场，即经过国家批准设立的有价证券发行与流通以及与此相适应的组织与管理方式的总称，是为投资者提供有价证券转让的交易场所。不仅包括深沪两市主板的一、二级市场，还应包括由券商提供服务的特别转让市场（亦称三板市场）以及将来设立的创业板市场（亦称二板市场）。能提起虚假陈述引发的民事赔偿诉讼的原告，首先应当是在上述市场进行股份交易的投资者，其所交易的品种应包括A股、B股、各类基金、有关公司债券和法人股等在内的所有类别股份等。未在上述国家批准设立的市场中，通过集合竞价和挂牌交易的品种上进行投资的投资者，与本文所述案件没有直接利害关系，其不具有该类案件的原告资格。这意味着，在场外的非法交易和虽属

场内交易但是通过大宗交易制度协议转让的投资者，不应是该类案件的原告。根据投资者投资期间与虚假陈述存续期间的关系认定，与案件有利害关系，毫无疑问享有诉权的投资者，是在虚假陈述实施后买入或抛出股票（限于篇幅和我国尚未有做空机制，对这类诱空的虚假陈述行为性质和导致的损失，笔者不再分析）、在虚假陈述被揭露后仍持有或抛出的投资者。那么，在虚假陈述实施以前买入并抛出、在虚假陈述行为被揭露后买入股票的投资者，与虚假陈述没有利害关系，毫无疑问地不享有诉权。有两类投资者是否享有诉权存在争议，一类是虚假陈述行为实施后买入但在虚假陈述被揭露之前已经抛出股票的投资者；另一类是在虚假陈述实施前买入并持续持有至虚假陈述被揭露后的投资者。持否定观点的人认为，前一种情况中，虽然虚假陈述行为已经实施但尚未暴露，对市场并未产生影响；而后一种情况中的投资者买入股票时并未受虚假陈述的影响，是有效、公正市场上的正常投资行为。笔者认为，该两类投资者应当享有诉权，因其投资行为均与虚假陈述行为存续期间有重叠部分，那么投资者有可能因虚假陈述导致损失，至于是否真正发生损失，是否享有胜诉权，需经过实体审理方可确认。不一定所有原告都能胜诉或者完全胜诉，享有胜诉权的投资者必须具备以下特征，这是实体审理中所必须确认的：第一，是受到损害的投资者；第二，其损害与虚假陈述具有因果关系；第三，投资者自己没有过错和投资行为没有瑕疵。所谓损害，是指就财产或其他法益所受之不利益，包括财产上及非财产上之积极的损害、履行利益及信赖利益。（注：史尚宽：《债法总论》，中国政法大学出版社2000年版，第287页。）民事责

任以损害为必要前提，无损害即无赔偿。证券市场上的损害应是财产损失，但不是所有的投资者都因虚假陈述行为一定产生损失。特殊情况下，投资者有可能未发生损失，甚至还可能因此产生收益。所以，只有因虚假陈述行为导致投资损失的投资者，才具有该类案件的胜诉权。投资者的损失与虚假陈述应具有因果关系。因果关系是归责的基础和前提，在民事赔偿案件中承担虚假陈述行为与投资者损失之间的逻辑关联作用。也即投资者的损失是由虚假陈述行为所引发，投资者方是诉请虚假陈述者承担民事责任之诉的胜诉权主体。投资者损失如不是因虚假陈述行为引起，而是其他因素所致，其就不具有此类案件的胜诉权。推定信赖原则作为证明因果关系存在的方法，已为许多国家所采用。（注：高如星、王繁祥：《美国证券法》，法律出版社2000年版，第338页。）该原则的基石是市场欺诈理论，它认为投资者是因依赖市场价格的公正性和整体性才进行交易的，而虚假陈述会对交易价格产生影响，那么投资者只需证明自己交易时受到虚假陈述影响即可，而无须证明其对虚假陈述的依赖。也即当虚假陈述行为作出后，不论投资者能否证明其是否已经信赖该陈述，他们均已受到欺诈。《通知》规定以证券监管机构作出生效处罚决定为受理虚假陈述民事赔偿案件的前提，包含了推定信赖原则，客观上解决了投资者对其损失与虚假陈述之间存在因果关系的举证问题。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com