

完善我国证券信息披露的 民事责任制度的思考

何乃刚 朱 宏

摘要: 建立以侵权责任为基础的民事责任制度,对于规范证券信息披露行为、保护投资者利益、维护证券市场有效性至关重要,也符合证券市场多元化监管的发展趋势。从民事责任的定位、责任的主体范围、归责原则、责任的承担方式、时效制度等诸方面全面探讨证券信息披露的民事责任制度,对我国构建完整的证券信息披露制度,完善证券市场多元化监管意义重大。

关键词: 信息披露;法定义务;民事责任;侵权

中图分类号: F 279.23 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2002)01-0047-06

在证券市场上,投资者是否购买上市公司股票,事后是否履行“用手投票”和“用脚投票”的权利,以及这些权利能否得到保护,要依赖于投资者得到的公司所披露的信息的有效性和其价值。证券信息披露制度,作为保护投资者利益、维护证券市场有效性的主要手段,已广泛融入各国证券法制。从各国建立的责任制度看,对其的规范包括了刑事责任、行政责任和民事责任,其中民事责任因直接涉及投资者利益的保护而倍受关注。比较我国的证券法和相关规定,民事责任制度相对不够完善。而建立完善的民事责任制度是约束信息披露义务人、保证信息披露完整有效和保护投资者利益的最有效方式。

一、信息披露的民事责任定位

证券信息披露是自愿还是强制,是确定违反信息披露义务的民事责任性质的核心,关系到民事责任的主体范围、归责原则、责任形式及责任范围等一系列问题,必须首先加以解决。违反证券信息披露义务的行为人究竟承担违约责任还是侵权责任,受理论和实践的影响,呈现出从违约责任向侵权责任过渡的发展趋势。

早期的证券立法受新古典合约理论的影响,将民事责任定位于契约责任。起源于科斯定理的新古典合约理论,^①将投资者购买股票的行为视为一种融资合约。该理论认为,在融资合约中,投资者能够估计到内部人(股票发行人)“侵权”的风险,并体现到合约条款中。因此,投资者可以根据合约惩罚没有按照合约规定披露信息的内部人,要求内部人认真对待投资者利益。同时内部人在签订股权合约时考虑到违约成本,从而也能约束自己的“侵权”行为,并与投资者实现激励相容。在这一理论的指导下,我国台湾地区的《证券交易法》在修改

前曾将虚假信息披露的民事责任界定为契约责任,并把责任主体限于与投资者有契约关系的相对人。

但是,实际上,这些合约是无法得到完全实施的,一是因为不可能订立对内部人“侵权”风险完全估计、并订立有效防范的合约;二是因为司法部门会由于政治压力、自身腐败等种种原因,不可能或不愿意实施这类复杂的合约。正是由于投资者与上市公司处于不对称状态,上市公司拥有较多的内部信息,可以采取欺诈、公布虚假信息等机会主义行为,使得证券市场不可能达到新古典均衡状态,^②反而出现“劣质上市公司驱逐优质上市公司”等一系列证券市场“失灵”现象。

因此,为了提高上市公司公布的信息质量,树立投资者对上市公司的投资信心和保护投资者权利,各国均普遍从法律上为上市公司设置了“准入检验”,要求上市公司事先披露规定的相关信息,而对上市公司不诚实的信息披露行为规定了相应的民事责任、行政责任和刑事责任。同时以信息披露制度为核心,建立了以完善投资者权利保护制度为主要内容的证券市场监管体制。政府监管行为的介入使证券信息披露的义务变成了一种法定义务,而不能由当事人自由约定了。显然,因违反这些强制性规定而承担的民事责任,便成了侵权责任,因为“违反保护他人权益之法律也可构成侵权行为”。^③

实际上,将违反信息披露义务的责任界定为侵权责任也是符合实情的。首先,在信息披露过程中涉及的当事人,不仅包括作为证券买卖合同的一方当事人的发行人或证券商,而且包括作为第三方的证券发行、交易中的关系人,如为上市公司出具文件的注册会计师、评估师、律师等,显然很难将第三方关系人纳入买卖合约的规范范围。其次,在不同的市场上,信息披露文件的作用不同,从而导致了投资者与证券发行人之间的关系也不一样。在发行市场上,信息披露文件是投资者判断是否购买上市公司直接发行的证券的依据,投资者与证券发行人在某种情况下可能发生直接的契约关系;^④而在交易市场上,信息披露文件则成了投资者是否从公众持股人手中购买公司证券的判断依据,在这种情况下,投资者与发行公司之间并没有直接的契约关系。

毫无疑问,无论是在发行市场上还是在交易市场上,无论发行人与投资者之间有无契约关系,发行公司披露本公司的相关信息是基于法律规定而不是与投资者之间的合约关系。从民事责任统一定位角度出发,发行人因违反信息披露义务而向投资者承担的应是侵权责任,而非契约责任。事实上,我国《证券法》对此的界定也是侵权责任。^⑤

二、民事责任主体范围的确定

各国对违反信息披露义务而承担侵权责任的责任主体范围,均有明确规定,下面以较具代表性的美、日为例进行比较。美国1933年《证券法》第11条规定,注册申请文件(含公开说明书)的责任主体包括所有签名于注册申报文件的人,在注册申报文件中标明承担责任的发行人的董事、合伙人或履行类似职务的人,所有经其同意列名于文件中的现任或将任董事、合伙人或履行类似职务的人,编制或签证注册申报文件的某部分或与文件关联的报告或资产评估文件的会计师、工程师或评估师,及其他编制者或签证者,以及所有该有价证券承销商。日本法虽将信息披露文件责任区分为注册申报文件虚假或重大遗漏责任、公开说明书虚假或重大遗漏责任和发行人信息持续公开报告书责任,但综合归纳仍可以认为所涉及

的责任主体包括发行人或公司发起人、发行公司的重要职员、证券承销公司、以及会计师、监查法人等中介机构。

综上所述,美、日证券法律制度规定的信息披露文件的责任主体主要包括4类:(1)发行人及公司发起人;(2)发行公司重要职员,包括董事、监查人、经理及其在文件中签章的其他职员;(3)会计师、律师、工程师、评估师或其他专业技术人员等提供中介服务的人员;(4)承销商。这种分类已为世界大多数国家所吸收,但笔者认为对此的理解,首先必须明确区分承担证券信息披露义务的义务主体与违反信息披露义务的责任主体。本文中所指的义务主体是指根据法律规定承担证券信息披露义务的人,责任主体是指对违反证券信息披露义务的行为承担法定责任的人。以证券发行为例,我国《证券法》第13条规定,发行人向国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门提交的证券发行申请文件必须真实、准确、完整。为证券发行出具有关文件的专业机构和人员,必须严格履行法定职责,保证其所出具文件的真实性、准确性和完整性。第24条规定,证券公司承销证券,应当对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查;发现含有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,不得进行销售活动;已经销售的,必须立即停止销售活动,并采取纠正措施。从上述规定中可以看出,有法定的披露证券发行信息义务的主体只限于发行人,而为证券发行提供服务的中介机构及人员及负责承销证券的证券公司承担的法定职责分别是如实出具有关文件或对公开文件进行核查,他们在证券发行过程中只是参与了信息披露的过程,而并不是直接提交证券发行申请文件并予以披露的义务主体。可见,对前述4类责任主体,后两类责任主体承担责任的基础不同于前两类,这也将导致他们之间承担责任的归责原则的不同。

三、民事责任的归责原则与免责事项

确定民事责任的归责原则与免责事项,主要目的是为了降低证明成本,从而降低诉讼成本。围绕侵权责任的4个基本构成要件,其中最重要的是过错的证明。对于过错的证明成本,笔者认为可以区分不同情况,分别采取无过错责任或者过错推定责任,转移受害人的证明义务。所谓无过错责任,又称“严格责任”或“客观责任”,是指不管责任人主观上是否有过错,只要其违法行为客观上造成了受害人的损失,依据法律规定必须承担相应的民事责任。所谓过错推定责任,是指在行为人不能证明其没有过错的情况下,法律推定其有过错,应当承担民事责任。在过错推定情况下,过错举证责任转移给了行为人,但这种责任仍是建立在过错基础上,本质上属于一种过错责任。

有关发行人及公司发起人对违反证券信息披露义务(包括未交付公开说明书和信息披露文件不真实两类)承担的民事责任,各国一般都规定为无过错责任。如日本《证券交易法》第18条(1)款规定,有价证券注册申报文件如有虚假记载、遗漏或误导性陈述的,申报注册者(发行人)应对因认购或买卖而取得该有价证券者承担赔偿责任。同时,该法还区分了善意投资者和恶意投资者,规定对在取得证券时已知悉有虚假记载或遗漏的恶意投资者,发行人享有抗辩权。之所以如此规定,是因为:首先,证券市场上的信息是不对称的,发行人作为信息提供者,相对于投资者来说,处于优势地位,让其承担较严格的责任符合法律的公平、正义要求。其次,区别对待善意投资者和恶意投资者,是为了避免恶意投资者(如通过一定途径获悉内幕信息的投资者)既可以利用内幕信息操纵市场从中渔利,又可以利用发行人

的无过错责任,追究发行人虚假记载等的侵权责任,从而获得双份利益。我国《证券法》同样规定了发行人的无过错责任,但却未对善意和恶意投资者加以区分,这显然有待完善。

关于发行公司的高级职员对此承担的民事责任,各国规定差异较大。美国和日本采用过错推定责任,将故意或过失的举证责任转移给发行公司的高级职员,并且将过错的认定限于未尽到应尽的合理谨慎与相当注意义务。美国1933年《证券法》规定,公司的高级职员对公开文件中应负责任的部分,如在生效前已离职或与该文件已无关,并通知了证监会或发行人的,视为其无过错,可以行使抗辩权。此外,该法还区分了该公开文件是否经专家编制或签证。对已经过专家编制或签证的部分,基于对专家的充分信赖,高级职员可以免责。日本法也基本一致,不同的是对公开文件未区分是否经专家编制或签证,一律要求公司的高级职员只在“相当注意而仍未知情”时方能免责。我国《证券法》第63条规定了董事、监事、经理的连带赔偿责任,与发行人的无过错责任相比,增加了“负有责任”的限制条件,基本上属于一种过错推定责任。从上述比较中可以发现,美国法规定高级职员基于对专家的信赖即可免责,过于宽大。日本和我国《证券法》的规定有利于促进公司重要职员克尽职守,谨慎对待公司的信息披露文件,具有一定的积极意义。

有关为信息披露文件提供服务的会计师、评估师、律师等中介机构及其服务人员的侵权责任,如前所述,其责任基础不同于发行人和发行公司的高级职员的责任基础。这些中介机构 and 人员主要是为证券发行出具有关文件,保证文件的真实性、准确性和完整性。他们的服务对象是发行人,作为这方面的专家,他们承担的侵权责任是专家责任。在专家民事责任体系中,专家责任采取过错推定责任,而其过错的认定,大多数国家法律都采取“良家父”标准,即一个细心的、谨慎的、顾及他人的人在同样的外部环境下行为的标准。^⑥专家过错的类型主要有高度注意义务违反型、忠实义务违反型和不当信息提供型三类。^⑦对广大投资者来说,为证券信息披露提供服务的专家,他们的过错主要体现为提供了不当信息,投资者因信赖专家提供的虚假信息而遭受了损失。可见,规范专家的服务行为必须明确,专家向投资者承担的侵权责任是基于他们提供的不当信息使投资者遭受了损失,专家承担的侵权责任是违反专家职责的法定责任,而不同于发行人违反信息披露义务的民事责任,当然,专家承担侵权责任的范围也仅限于他们负责的部分。我国《证券法》对此未作明确规定,《股票条例》第73条也仅规定了专家的行政责任,因此,笔者认为有必要在民事责任体系中做出明确规定。

关于承销商的民事责任,美国和日本都规定承担过错推定责任。我国的相关规定前后有所变化,但仍不甚明确。1993年《股票发行与交易管理暂行条例》规定主承销商与发行人或董事承担连带责任,并采取了无过错责任原则。而1998年公布的《证券法》第24条规定,证券公司承销证券应当对公开的文件进行核查。笔者认为,《证券法》如此规定表明了承销商并不是证券信息披露的义务主体,而是参与证券信息披露的关系人,其主要义务是对公开文件的核查。因此,当承销商证明自己在核查过程中已尽到了合理谨慎和相当注意的义务,而仍不能发现公开文件中的虚假信息或遗漏部分,应当视为承销商没有过错,允许免责。过错推定责任的确立有利于证券承销市场的发展。

四、侵权责任的承担方式

责任主体承担侵权责任的方式,相对于投资者来说,即是其的救济方式。在美国的证券

法律责任制度中,涉及违反信息披露义务的规定主要体现在1933年《证券法》和1934年《证券交易法》。《证券法》第11条规定,证券发行人、董事、重要职员、承销商或有关专家对误导或重大遗漏承担解约或救济责任。第12条规定任何人对违反第5条关于证券注册或公开说明书规定和陈述虚假事实的行为,承担解约或救济责任。第15条则规定了“控制人”的相同责任。1934年《证券交易法》对虚假陈述或误导行为亦规定了赔偿责任。日本的证券法律责任制度基本上是以美国1933年《证券法》第11、12条为蓝本,因而其规定与美国相似,只不过进一步扩大了适用范围,强化了责任形式。一般来说,对违反信息披露行为的补救方式主要有解约和损害赔偿两种。

有人可能会质疑,解约是合同法上对违约行为的救济方式,既然把违反证券信息披露的责任认定是侵权责任,投资者又如何来行使解约权呢?事实上,这里所指的解约权,并非真正意义上的解约权,应当是投资者(认购人)的要约撤销权。也就是说,针对发行人在公开说明书中有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的行为,投资者(认购人)可以撤销自己的认购要约。因此,这种投资者的要约撤销权仅适用于有契约关系的当事人之间,且仅限于公开说明书的虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的情形,而不适用于发行人或代表发行人的负有责任的高级职员未交付公开说明书的情形。当然,对投资者的要约撤销权,法律亦予以了限制,下列情况不得行使:(1)被误述引诱进而通过签署公司组织大纲成为公司成员的人,在任何情况下都不得解除对他的配股;(2)持券人行使了持券人的权利,如选举权、股利分红权、出售股份权等;(3)公司被法院命令解散,决议自行解散;(4)持券人在合理时间急于行使解约权。^⑧

相比较而言,损害赔偿是最主要最常用的救济方式,但在损害赔偿数额的确定上,笔者认为应当紧紧围绕“赔得起”的原则。对此,美国的法规值得借鉴。美国1933年《证券法》第11节规定:原告购买该证券所支付的价格(以不超过该证券在向公众发行时的价格为限),与原告出售该证券的价格的差额;如果在诉讼时未出售证券的,则与证券在提起诉讼时的市场价格的差额。并且证券发行人的最高赔偿金额不能超过该种证券公开发行的价格总额。负责编制、审核“证券注册报告书”的会计师、工程师只对自己经手的有关部分承担经济责任,证券承销商只承担承销限额以内的经济责任。从上述规定中可以看出,美国证券法将责任主体的赔偿范围限制在“实际损失”上,禁止采用惩罚性的损害赔偿。

五、程序性规定——时效制度

构建完整的证券信息披露民事责任体系,除了必须赋予受害人实体请求权外,还必须在程序上予以保障,这便是时效制度存在的价值,也就是所谓的“迟到的正义为非正义”的内涵。

对于证券诉讼时效,各国都采用特殊时效制,并且规定各异。以美国、日本为例。美国1933年《证券法》规定,发现注册文件、公开说明书等虚假、重大遗漏或未注册而发行或出售证券致人损害的赔偿请求,诉讼时效为1年。证券被以真实价值向公众发行或出售,若发生《证券法》第11条和第12条(1)、(2)款情形的,其诉讼时效期间为自发行或出售后3年。《证券交易法》规定,诉权自违法行为发现后1年,或违法事件发生后3年消灭。其他默示诉权,自发现时起算,最多为6年。日本《证券交易法》规定,行使损害赔偿请求权者自了解到公开文件中有虚假记载或缺重大事实或有欺诈情形时,请求权须在1年内行使。与证券募集或销售有关的损害赔偿请求权,自申报生效时或公开说明书交付时起5年内未行使,请

求权消灭。其他损害赔偿请求,适用《民法典》的一般消灭时效。

综观上述规定,各国证券法的时效制度虽有时间上的差异,但都规定了两个特殊时效,请求权人知悉自己拥有请求权的诉讼时效和行为发生之时也即请求权产生之时的诉讼时效,这两个特殊时效皆明显短于普通诉讼时效期间。法律做出如此规定,其目的是为了适应瞬息万变的证券市场。如果诉讼时效规定过长,证据容易灭失,很难确定受害人的“实际损失”,因而难以实现对投资者的真正保护;同时过长的诉讼时效也不利于纠纷的解决和证券市场秩序的稳定,违背了市场效率原则。我国《证券法》未对时效做出规定,在实践中往往是援用《民法通则》关于两年的一般诉讼时效,从知道或应当知道权利被侵害之时起算。这一规定与其他国家的证券诉讼时效期间相似,但我国《民法通则》对从行为发生之时也即是权利被侵害之时起算的诉讼时效,规定了 20 年,这明显远远长于其他国家的相关规定。鉴于证券法律制度的特殊性,有必要规定一个较短的诉讼时效期间,可以借鉴日本的规定,自证券募集、发行或买卖之日起在 5 年内行使请求权。

总之,以保护投资者,保证市场公平、有效和透明,降低系统风险为宗旨,围绕民事责任的构成要件,构建证券信息披露制度的民事责任体系,是完善证券多元化监管体系的必要保证。

(作者单位:上海市人民检察院 上海对外贸易学院)



注释:

- ① 吴利军《支持信息有效的证券市场监管框架》载于《经济管理·新管理》2001 年第 10 期。
- ② 新古典均衡状态是新古典自由主义传统理论中的理想化状态。
- ③ 王泽鉴《民法判例与学说研究》(一)中国政法大学出版社 1998 年第 185 页。
- ④ 按照我国《证券法》第 21 条,证券承销业务采取代销或包销方式。在代销情况下,认购合同的当事人是投资者与发行人;而采取包销方式的,投资者和发行人之间并无直接的关系。
- ⑤ 郑瑛《从琼民源案谈信息披露虚假或欠缺的民事归责和免责》载《金融法苑—证券法专刊》第 13 期 法律出版社 1999 年版。
- ⑥⑦ 屈芥民《专家民事责任论》湖南人民出版社 1998 年版 第 29 页,第 40~43 页。
- ⑧ 邢海宝《招募说明书及其民事责任研究》转引之何勤华、戴永盛主编《民商法新论》复旦大学出版社 1999 年第 421 页。