

# 证券民事赔偿制度的经济分析

宋晓燕\*

**内容提要:** 本文是对证券民事赔偿制度用经济学方法进行分析的尝试。首先利用古典经济学关于供求的理论讨论了证券民事赔偿制度的影响因素,其次对该制度的归责、构成(包括过错、因果关系及损害)及架构给出进一步经济分析。在此基础上,最后得出我国证券民事赔偿制度之缺乏是供给者出于企业本位供给意愿不强的结果。

**主题词:** 民事赔偿 经济分析 供求 企业本位 供给意愿

正如著名的法律经济分析学家波纳斯先生所言,民事赔偿机制的作用在于,“给受害人予以诉讼的激励,因为诉讼是维持侵权制度作为一种对过失的有效威慑力所必需的。”<sup>①</sup> 建立证券民事赔偿制度的意义即在于此。证券市场本身风险较大,投资者之所以进行证券投资,是因为在承担风险的前提下,希图获得比无风险利率高的投资回报率。至于高多少,则要看其是风险爱好者、风险中立者,还是风险回避者。那么,投机者在市场上买空卖空造成的风险,投资者是否应该承担呢? 投机者(speculator)如果利用法律准许、交易所规定的现货、远期及其他衍生交易品种,依据自己或经纪商的判断,进行投机操作,只能说他是一个风险爱好者,这种风险依然是证券市场的有机部分。但这绝不意味着投资者必须承担所有的“风险”。证券违法违规行为的发生,使处于弱势的普通投资者的资金风险无形加大,财产所有权之受益权有受到侵害的可能,这无疑形成了投资者参与交易的负激励,并对证券市场的人气构成威胁,降低市场运作效率;若投资者因此受到损害而无赔偿之机制,无异于告知行为人之违法行为之收益远大于违法成本,告知投资者其守法之成本远大于其收益,因此而起到奖励违法、惩罚守法的作用。反之,如果形成健全的民事赔偿制度,使得行为人之违法预期成本显著增加乃至超过其收益,便会将通过诉讼而得到民事赔偿作为证券侵权的一道有效威慑力量。本文将通过对民事赔偿制度的供求——宏观分析和民事赔偿制度的构成——微观分析来探讨这一制度的效益。

## 一、证券民事赔偿制度的供求分析

### (一)影响民事赔偿制度需求的因素

所谓需求(demand)是指消费者在一定价格下愿意并能够购买的商品量。<sup>②</sup> 需求必须具备两个条件,即购买意愿和购买能力。需求规律表明商品价格同其需求量之间的反比关系。然而除了价格还有一些因素影响需求,如效用、消费者收入、其他商品的价格、消费者的爱好等。影响民事赔偿制度的因素可以从以下几个方面进行考察:

#### 1. 效用(utility)

民事赔偿制度的效用,即其价值,反映的是民事赔偿制度作为客体满足主体需要的属性,这可以包含在上述关于民事赔偿制度之经济功能的分析中。具体来说,证券民事赔偿制度的效用在于明确侵权行为人的违法成本,使投资者的交易成本明晰化并加以降低,提高证券市场运行效率。

\* 武汉大学商学院金融系讲师,法学院博士研究生。

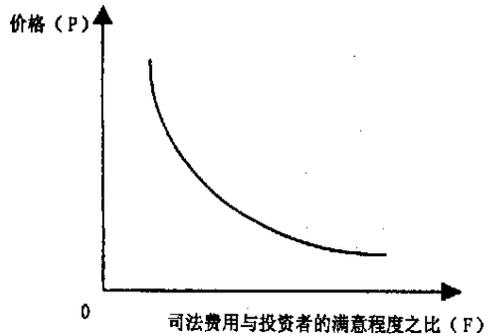
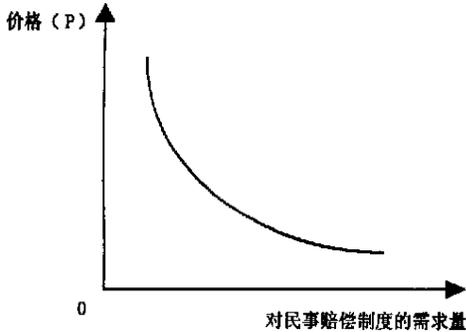
① (美)理查德·A·波斯纳著:《法律的经济分析》,中国大百科全书出版社1997年版,第246页。

② 刘涤源、谭崇台主编:《当代西方经济学说》(上册),武汉大学出版社1990年版,第12页。

## 2. 价格

需求定律告诉我们, 商品的需求量是同其价格成反比的。民事赔偿制度能否真正满足投资者的需求, 一个很重要的因素是其价格。我们假定: 实际赔偿额和损害额之比为  $R$ , 司法费用<sup>③</sup> 与投资者的满意程度之比为  $F$ , 则本文认为: 民事赔偿制度的价格  $P$  是  $R$  和  $F$  的反比例函数。即:  $P \propto 1/RF$

函数的含义很明确, 民事赔偿制度的价格低就意味着实际赔偿额和损害额之比较高, 以及司法费用与投资者的满意程度之比较高。在这种情况下, 投资者对民事赔偿制度的需求量也同样成反比。



## 3. 收入

收入发生变化, 消费者对某种商品的需求就会发生变化。但需求是增还是减, 要依商品性质而定。若是高档商品, 收入增加将导致需求的增加; 反之若是低档商品, 收入的增加将会导致需求的减少。<sup>④</sup> 很显然, 证券民事赔偿制度作为一种法律商品, 无论是在发展中国家如中国, 亦或是发达国家如美国, 都不能被称作是低档商品, 因此, 收入对民事赔偿制度的需求影响是成正比的。

## 4. 消费者偏好 (consumer's preference)

在收入和价格已定的条件下, 消费者对商品的需求还要取决于他们的偏好。偏好纯属于心理范畴, 主要受到文化、政治等因素的影响。文化导致的人们对不同社会控制手段的偏好, 影响着对民事赔偿制度的需求。所谓不同社会控制手段, 即除了法律还包括诸如道德、政策以及一些非正式行为规范。例如日本人签定的合同较为简略, 而以“良心条款”作为补充, 美国的合同则显得非常详尽; 日本在证券民事赔偿制度的规定上本来比美国还要具体, 但进行实际赔偿的案例却少得多。日本法学家川岛武宜分析了日本人“厌讼”与欧美之“健讼”的文化差异, 认为日本社会中的“厌讼”是由日本人缺乏权利觉悟的法意识特点所决定的。日本社会的集体主义和纵向关系导致“和为贵”的行为主张, 人们尽量避免纠纷, 即使发生了纠纷, 也要抑制个人的权利主张, 力争通过友好的方式来圆满解决。<sup>⑤</sup> 因此在这种心理偏好下, 对法律的需求显然减少。

### (二) 影响民事赔偿制度供给的因素

所谓供给 (supply), 是指生产者在一定价格下愿意并能够出售的产品量。<sup>⑥</sup> 供给同样要具备两个条件: 出售愿望与供给能力。供给规律表明供给与价格之间存在正比变动关系。但除了价格, 还有其他一些因素对民事赔偿制度供给产生影响。

## 1. 价格

按照上文的假定“ $P \propto 1/RF$ ”, 根据供给规律, 民事赔偿制度的供给是同其价格  $P$  成正比的。如果让法院负担了办理民事赔偿的成本而收益相对较低, 则意味着该产品价格较低, 因此法院对供给该制度的意愿就要

<sup>③</sup> 这里的费用取交易费用之意, 不仅指实际发生的费用, 还包括了赔偿程序的进入难度、制度设计的亲和性等。

<sup>④</sup> 刘涤源、谭崇台主编:《当代西方经济学说》(上册), 武汉大学出版社 1990 年版, 第 13 页。

<sup>⑤</sup> 周林彬:《法律经济学论纲》, 北京大学出版社 1998 年版, 第 285 页。

<sup>⑥</sup> 刘涤源、谭崇台主编:《当代西方经济学说》(上册), 武汉大学出版社 1990 年版, 第 14 页。

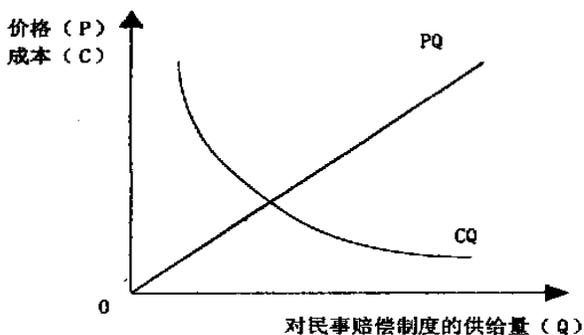
受到不利影响。

## 2. 供给能力

即使国家有民事赔偿制度的供给愿望,但由于受立法者和执法者素质、立法和执法机制等因素的影响,结果有可能造成这一制度立法和执法水平的不确定,实质上就是供给能力影响了制度的供给。既然是证券民事赔偿制度,当然是涉及了证券领域的民事赔偿。而在此领域的因果关系之认定、过错之确定、损害额之确定等问题上都存在较大难度,因此考察该制度的效益亦要考虑到供给能力这一因素。

## 3. 供给成本

此处包括了:(1)立法成本。对证券立法中在民事赔偿制度上人力、物力、财力及所花费的时间等资源的支出,包括支付立法者的报酬和政治决策成本等。<sup>⑦</sup>(2)实施成本。指人们在证券民事赔偿制度实施(司法、执法、守法)过程中的投入。如果成本过大,对供给者的制度供给便起不到激励作用,而成反比例相关。



## 二、证券民事赔偿制度的构成

本文分析的是证券法律制度中的民事赔偿,因此自然要探求赔偿发生的原因。原因一般包括:(1)违约;(2)侵权;(3)法律明确规定的其他情况。对于证券法律来说,赔偿的原因就是证券发行和交易中的违约和侵权。赔偿是一种民事责任,无义务即无责任,只有义务人违反义务时才承担责任。当事人违反了依法自主约定的合同义务,通常是特定作为义务即构成证券违约;如果违反了法定的、普遍性的不作为义务则构成证券侵权。因违约引起的赔偿(主要是基于委托代理关系引起的)可基本借助于民法上的一般代理制度加以追究,仅在赔偿数额、计算方法上有特别之处,这些可以参照一般侵权损害赔偿的做法。<sup>⑧</sup>如果出现竞合问题,本文将将其视为侵权处理。

### (一) 证券侵权行为的归责原则

归责原则决定着责任构成要件、举证责任的负担、免责条件、损害赔偿的原则和方法等,因此,确立合理的归责原则是进行民事赔偿的逻辑前提。同时,合理的归责原则也是“公平”、“效率”的具体体现。本文认为,证券侵权行为之归责主要采用过错或过错推定原则。在归责体系中,过错原则是一般的普遍的原则,因为过错不仅是责任的构成要件,而且是最终的构成要件。<sup>⑨</sup>在各种责任规则之间进行选择要求考虑到每种规则的

<sup>⑦</sup> 按照公共选择理论的观点,政治决策成本是指进行调查研究、草案讨论表决及在法律修改中各种利益主体讨价还价的花费。

<sup>⑧</sup> 马忠法:《论建立我国证券交易中的民事赔偿制度》,载梁慧星主编:《民商法论丛》第14卷,法律出版社2000年版,第605页。

<sup>⑨</sup> 王立明、杨立新编著:《侵权行为法》,法律出版社1996年版第68—69页。但何谓过错?主观过错说认为和刑事罪过的概念相同,是指行为人具有的一种应受非难的心理状态,并不包括行为人的外部行为。客观过错说则认为应从某种客观的行为标准来判定行为人有无过错,因为过错应在于行为具有应受非难性。客观过错说适应了归责客观化的需要,已成为西方国家侵权法的主导学说。

诉讼程序成本(procedural cost), 即要考察采用何种归责原则更有助于效率的实现。<sup>⑩</sup> 假设: 由受损害者举证的难度为  $D_1$ , 由潜在加害者举证的难度为  $D_2$ , 那么可以认为, (1) 当  $D_1 < D_2$  时, 适用过错原则; (2) 当  $D_1 > D_2$  时, 适用过错推定原则。如果适用过错原则的采用了过错推定, 就会使损害赔偿请求的数量增加。因为对于受损害者来说, 进行赔偿请求的价格降低了。数量的增加使得原本由原告承担的举证负担大量转移到被告身上, 由于此时  $D_2 > D_1$ , 系数的加大使得总体的诉讼成本为之放大, 很显然就是一种降低效率的行为。

操纵市场行为之归责: 操纵(manipulation), 《布莱克法律辞典》的解释是, “意图造成不真实或足以令人误解其买卖处于活跃状态; 或者抬高或压低证券的价格, 以诱使他人购买或出售该证券而进行涉及买卖某一证券的系列行为”。<sup>⑪</sup> 从其定义即可得出归责原则。操纵市场行为显属侵权行为, 操纵市场之目的和动机决定了行为本身的过错, 不存在无过错操纵市场行为。然而要获取行为从一开始就具有上述目的是非常困难的。美国证券交易委员会(SEC)主张, 既然深查一个人的精神的深处是不可能的, 因此在通常被告没有招供的案子中, 关于操纵的目的结论可以基于环境的证据推理而出。只要有“相应证据”证明行为人为价格变化或为引起价格变化而人为采取措施, 表面上看来建立了操纵的目的, 即可推定目的存在。举证的负担转移给了被告, 即除非被告能够提出反证推翻, 否则就可以认定操纵行为成立。<sup>⑫</sup> 此处, 若仍囿于原告的举证责任, 无异于增加交易成本, 降低对受损害者的诉讼激励。

信息披露中虚假陈述之归责: 在证券市场上, 信息公开真实保证义务人是否能够适用同样的归责原则? 从美国 1933 年《证券法》第 11 条、12 条<sup>⑬</sup> 以及日本证券交易法规定可以看出采用了过错推定原则。<sup>⑭</sup> 有学者认为对发行人适用无过失责任, 此说值得斟酌。<sup>⑮</sup> 在各国立法中都有免责事由, 只是发行人与其他义务人的免责事由并不一致。既然有免责, 认为是无过错原则就未免有些不当。台湾地区“证券交易法”对虚假陈述的归责有一个变化过程。1990 年修正之前对所有信息公开义务人均采绝对责任主义(或结果责任主义)。<sup>⑯</sup> 这种立法对保护投资者固然有利, 但对发行人以外的人, 如果已尽积极调查或相当注意义务, 即使无过失, 仍须负连带赔偿责任, 有失公平。<sup>⑰</sup> 因此 1990 年 10 月颁布的修订后的台湾地区证券交易法作出了修改, 亦采纳过错推定原则。

内幕交易之归责: 在内幕交易中, 内幕人利用其地位、职务或工作等便利条件较其他投资者优先获取上市公司尚未公开可能影响证券价格的重要信息, 进行有价证券交易或泄露信息以获取利益或减少损失。可以看出, 内幕人带有明确的通过内幕交易行为达获利免损之目的。那么, 如何从内幕交易行为中归纳出归责原则?

⑩ (美)理查德·A·波斯纳著:《法律的经济分析》, 中国大百科全书出版社 1997 年版, 第 731 页。

⑪ 《布莱克法律辞典》, 西方出版公司 1979 年版, 第 868 页。

⑫ Louis Loss: *Fundamentals of Securities Regulation* (2nd edition), Little, Brown and Company, 1988, pp 855-857.

⑬ 1933 securities law, §11 & §12. 第 11 条规定, 注册报告书的任何部分在生效时含有虚假陈述的, 任何获得该证券的人都可根普通法和衡平法起诉, 除非被告证明原告在取得该证券时已知该陈述为虚假陈述。除发行人外的其他人如果能够证明其已尽注意、勤勉义务, 不存在过失, 则可不承担民事责任。第 12 条规定, 任何人利用口头或书面虚假陈述出售或发行证券的, 应对不知有虚假陈述从他处买入证券的人负责, 并且该人无举证义务证明其不知或不应知有虚假陈述。

⑭ 日本证券交易法第 17、18、21、22 条规定除发行公司以外的人如果不知有虚假陈述, 尽管给予了相当注意仍不知的或能证明其无故意和过失的, 不承担损失赔偿责任。

⑮ 杨志华:《证券法律制度研究》, 载梁慧星主编:《民商法论丛》(第一卷), 法律出版社 1994 年版, 第 184 页。

⑯ 绝对责任是指法定责任, 只要法律规定应予防止的损害发生, 便可构成责任。

⑰ 赖英照:《证券交易法逐条释义》, 第 253 页。

美国在大量的案例<sup>⑧</sup>中形成了下述几种理论：<sup>⑨</sup>(1)占有理论(possession theory)：占有内幕消息者有向交易对方公开信息的义务，而且信息未公开前，不得买卖本公司的股票，也不得以谋利为目的散布虚假信息。(2)信用责任理论(fiduciary duty to share holder)：公司内部人和大股东与公司有某种信用关系，这种关系足以使他们了解公司内部消息。当其购买本公司股票时，有向本公司或其他股东告知信息的义务。(3)盗用理论(misappropriation theory)：即使信息获取者与上市公司或其他股东无任何信用关系，基于合同或其他关系获得信息者，若利用工作职务之便利，盗用他人信息或资料，对他人也负有法律责任。(4)信息泄露理论(tipper-tippe)：内幕人若基于私利，不适当地向外界泄露信息，并从事交易则应负法律责任；即使泄露者不从事交易，但使他人从事交易，二者均应承担连带法律责任。若为了公益或公务目的，则不承担法律责任。(5)临时内部人理论(temporary insider theory)：相关“外部人”因特殊原因而知悉公司情况的人，若从事内幕交易就应承担法律责任。这五大理论均来源于案例，为内幕交易的归责提供了较完整的依据。事实上，这些理论的前提依然是过错或过错推定原则。

## (二)证券侵权责任的构成要件

行为人实施某种致人损害的行为以后，只有在符合一定的条件下才承担责任，这些条件就是侵权责任的构成要件，而这又是由归责原则所决定的。从上述内容可以得出，证券侵权行为之归责主要采用过错或过错推定原则。这样，损害事实、因果关系和过错便构成了证券侵权行为的责任构成要件，其中，过错为归责的最终构成要件。

### 1. 过错(fault)

在关于证券侵权行为归责的论述中，我们得出的重要结论是证券侵权行为之归责主要采用过错或过错推定原则。过错有过失(negligence)和故意(intention)两种形式。过失是指行为人对自己行为的结果，应当预见或者能够预见而竟没有预见；或虽然预见到了却轻信此种结果可以避免。前者称为疏忽，后者称为懈怠。<sup>⑩</sup>对于过失，可以借鉴利尔德·汉德法官的过失公式(the negligence formula of Judge Learned Hand)来加以界定。<sup>⑪</sup>假设：受害人损失概率为——P，损失金额为——L，加害人预防成本为——C，那么，只有在 $C < PL$ 时，加害人才构成过失。在操纵行为中，很明显不存在“过失操纵”，因此不予考虑。信息的披露亦无“过失虚假”，但在重大信息的遗漏上有过失的可能。因为是重大信息，在一个有效率的证券市场上是必然会影响到证券价格的，由此P将非常接近于1；损失金额L可简单由在外流通股持股情况减去加害人所持股数作出预测，而预防成本C就是加害者履行披露义务将信息及时、准确、有效进行公开所付出的费用，显然C是非常小的。因此，很容易得出： $C < PL$ 即加害人存在过失的结论。这个结论同样证明了适用过错推定原则的效率性。至于故意，这是和过失相对的过错形式。故意是指行为人预见到自己行为的结果，仍然希望或放任结果的发生。<sup>⑫</sup>上述过失公式在此依然适用。应该说，如操纵行为、内幕交易及虚假披露等侵权行为更多的是出于故意。既然是故意为之，则使市场或投资者受到损害的可能性比之由于疏忽或懈怠而造成的损害的可能性就要大得多，即P比在过失情况下更大，损失金额L也较大，因此更易得出 $C < PL$ 即加害人存在过错的结论。

### 2. 因果关系(causation)

因果关系是归责的前提和基础。在错综复杂的证券侵权行为中明确因果关系、确定责任主体是相当困难的。若发行人与承销商发行证券时共同弄虚作假，使投资者购买其股票；或证券服务机构在上市过程中对招股说明书出具虚假意见，给投资者带来损失，这些都属因果关系明确，责任主体清晰。但是，若弄虚作假公司

<sup>⑧</sup> 这部分内容可参见下述论文：杨志华：《证券法律制度研究》，载梁慧星主编：《民商法论丛》(第一卷)，法律出版社1994年版，第211—214页；马忠法：《论建立我国证券交易中的民事赔偿制度》，载梁慧星主编：《民商法论丛》第14卷，法律出版社2000年版，第636—640页。

<sup>⑨</sup> 同注<sup>⑧</sup>。

<sup>⑩</sup> 王立明、杨立新编著：《侵权行为法》，法律出版社1996年版，第71页。

<sup>⑪</sup> (美)理查德·A·波斯纳著：《法律的经济分析》，中国大百科全书出版社1997年版，第212页。

<sup>⑫</sup> 王立明、杨立新编著：《侵权行为法》，法律出版社1996年版，第71页。

顺利上市后, 其证券在二级市场上经多次转手给投资者带来损失, 此时投资者还能进行追偿吗? 我们已知 PL 代表了预期损害额, 而且是加害人的预期损害额。如果从一个理性人 (Reasonable man) 的角度认为投资者的损失是应该被包括于 PL 的, 那么就表明存在着因果关系。因此, 该弄虚作假公司在上市之时就应明知其在证券市场上所制造的泡沫会给投资者带来损失 PL, 而此时它并没有付出其预防成本 C, 所以该公司的故意行为对投资者的损失是有着直接因果关系的。针对证券市场上中小投资者的弱势地位, 为了对其进行更好的保护, 在因果关系上一般既包括直接原因, 也包括间接原因。当然, 对于后者还要具体情况具体分析。

### 3. 损害 (damage)

损害作为一种事实状态, 是指因一定的行为或事件而造成的人身或财产的不利益。<sup>②</sup> 多数国家规定, 只有受害人的合法权益受到违法侵害时才可以视为损害发生, 受害人才可诉诸法律, 因此损害事实的存在是侵权赔偿责任不可缺少的条件。损害包括了如财产损失、人身伤亡、精神损害及生命健康权以外的人格权遭受侵害。但在证券市场上投资者进行投资, 主要就是为了获取经济利益, 所受到的损失往往也是经济损失, 所以此处的损害即指财产损失。由于证券交易通过电子系统进行, 计算机会将每笔交易存入记忆, 且每笔交易后, 投资者均能拿到一份交割清单, 清单上记载了交易价格、交易时间和数额等。此时, 投资者妥善保存清单的行为就是一种节约交易成本的行为, 因为日后一旦发生侵权行为, 投资者提出赔偿请求, 如果没有清单作为证据, 赔偿过程将是非常困难的。尽管可以从交易系统中再行搜索和输出, 但是要考虑到, 其一, 这本身就增加了赔偿制度的交易费用; 其二, 交易系统并不会长期保存所有的记录, 而是定期删除以减轻负担; 其三, 交易系统有出现故障和感染病毒的可能, 从而导致数据的丢失。因此, 在损害的确定上, 从节约成本的角度考虑, 投资者也要尽自己的注意, 保存好证据。

## 三、民事赔偿制度的架构

### (一) 赔偿义务主体的确定

证券侵权行为包括了六大类主体, 因违法违规给投资者带来损失者均应承担赔偿责任: (1) 上市公司; (2) 证券公司; (3) 证券服务机构; (4) 监督管理机构; (5) 投资者 (主要是机构投资者); (6) 证券交易所、证券结算机构。按照汉德法官的过失公式, 只要满足了  $C < PL$ , 即预防成本小于行为的预期损失额, 都应被包括于赔偿义务主体。

### (二) 赔偿权利主体的确定

请求赔偿的主体应该是受损失的投资者。这些投资者数量虽多, 但过于分散。对此可以尝试两种方法: 一是有投资者先在某地法院起诉, 后通过在传媒公告让所有认为被侵权的投资者在既定期限内主张权利, 形成共同诉讼或集团诉讼, 二是建立投资者代表诉讼制度, 设立一投资者投诉机构, 使此类诉讼职业化、专门化。<sup>③</sup> 我们在民事赔偿制度的供求分析中已知, 投资者对此制度的需求同其价格呈反比例相关。这两种方法都使投资者进行赔偿请求的个人成本降低, 即价格相对便宜, 所以都有着广泛的需求。前一种方法具有现实的可操作性, 但是对法院的负担较重, 使其在提供该制度时成本偏高, 后一方法专业性强, 诉讼成本也较低, 但要求有利他主义精神的专业人士进行组织, 具有现实性的困难。

### (三) 损失的界定和赔偿数额的计算

“无损害不成赔偿”, 损害的可补救性虽并不必然要求损害之可计量, 但由于证券侵权行为造成的损失却是可以计算的。损害额的计算不应以精确作为指导原则, 而应代之以效率。以内幕交易造成的损失赔偿额之计算方法为例, 美国通过第二巡回法院审理的“Elkind 诉 Liggett & Meyers, INC 案”来确定的计算方法有三种: (1) 实际价值计算法, 又称现金支付法 (out-of-pocket measure)。赔偿金额为受害者进行交易时的价格与内幕交易公开后该证券的实际价值之差额。但是如何确定这一差额却相当困难, 因为证券的实际价值实在难以证

<sup>②</sup> 马俊驹、余延满著:《民法原论》(下), 法律出版社 1998 年版, 第 1027 页。

<sup>③</sup> 马忠法:《论建立我国证券交易中的民事赔偿制度》, 载梁慧星主编:《民商法论丛》第 14 卷, 法律出版社 2000 年版, 第 658 页。

实；(2) 实际诱因计算法(causation-in-fact approach)。内幕交易者对于其行为造成的证券价格波动负责赔偿责任，对于其他外来因素而导致的证券价格波动不负赔偿责任。而如何将这两种因素分开是操作上的障碍；(3) 差价计算法(disgorgement measure)。损失赔偿额等于股票交易时的价格与内幕交易行为暴露或获知后一段合理时间内股票价格的差价。我国台湾地区证券交易法第157条第2项规定，内幕交易者，“应就信息未公开之前其买入或卖出该股票之价格，与消息公开后10个交易日收盘平均价格之差额度内，对善意从事相反买卖之人负赔偿责任”。可以看出，前两种方法若能实施，则既公平又精确，但实际使用时操作性较差，不能算作效率高的方法；后一方法则弥补了前者的不足，较具操作性，值得借鉴。

#### (四) 归责原则

归责原则应适用过错及过错推定原则，前已论及，兹不赘述。

#### (五) 抗辩事由

抗辩事由主要为不可抗力及受害人自身过错。

#### (六) 责任分担

在证券交易的侵权行为中，由于参与主体众多以及证券交易的盈利性，极易形成共同侵权，在此情况下，便出现了如何在被告之间分担责任的问题。民法理论将共同侵权分为三类：一是共同加害行为，又称狭义的共同侵权行为，是指两个或两个以上的行为人，基于共同的故意或共同的过失致他人损害。二是共同危险行为，又称准共同侵权行为，是指数人的危险行为有可能造成对他人的伤害，但不知数人中何人造成实际的损害时，法律视其为共同侵权行为。三是视为共同侵权行为，即有教唆人、帮助人参加的共同侵权行为。在证券交易中存在的侵权行为多为狭义的共同侵权。由于共同加害行为人具有共同的过错，使他们的行为形成一个统一的、不可分割的整体，构成损害后果发生的原因；加之共同加害行为较之于单独致人损害，对受害人的危害更重，为了切实保护受害人的利益，现代各国或地区都规定共同加害人对共同加害行为造成的损害后果应负连带责任，至于共同加害人之间则仍然承担按份责任。

#### (七) 诉讼时效

恰当的时效规定既可以督促投资者注意自身合法权益的保护，又有利于合理分摊和降低法律成本——可以想象如果时效规定为20年，投资者在受到损害19年时才进行诉讼时，证据的查找是要付出如何的法律成本。在证券侵权行为的诉讼时效上，大多数国家均有不同于一般民事侵权行为的规定。美国关于上市方面的责任追究一般是1年，最长诉讼时效为3年。我国台湾地区对证券交易中的违法行为不加区分地统一规定：损害赔偿请求权一般时效为2年，最长诉讼时效为5年。

### 四、对我国证券民事赔偿制度不足的原因分析——供给者出于企业本位的思路对民事赔偿制度的供给意愿不强

不同的归责形式其价值取向是各有侧重的。我国《证券法》的主要责任形式为行政、刑事责任，虽然在该法第207条规定了民事赔偿责任之承担先于缴纳罚款、罚金，使当事人民事救济优先得到保护的原则，但民事归责范围的狭小决定了其在实务中被援引的概率并不大，反映了《证券法》在归责理念上，重视公法责任对秩序与效率的作用，而对民事责任提供给当事主体的私权救济功能注意较少。<sup>⑤</sup>之所以如此，我认为可以从民事赔偿制度的供给者和需求者两个角度进行分析。至于需求者，由于证券市场投资者追求的是经济利益，因此通过民事赔偿制度弥补其所受经济损失是符合一个“理性人”的需求愿望的。但“在中国，许多人通常不知道他们能获得什么权利或要负什么责任。……如果法律体系缺乏精确性，……势必影响甚至阻碍许多交易，因为人们不清楚有什么权利、义务”。<sup>⑥</sup>可见，影响民事赔偿制度的最主要因素是供给。前面我们曾分析过影响供求的价格、效用、成本以及供给能力等因素，这里将重点对供给意愿进行考察。

<sup>⑤</sup> 钟付和：《证券法的公平与效率及其均衡与整合》，载《法律科学》2000年第6期，第110页。

<sup>⑥</sup> 《经济学信息报》编：《诺贝尔经济学得主专访录——评说中国经济与经济发展》，中国计划出版社1995年版，第48页。

有不少文章、言论都曾提到这样一句话:“《证券法》对上市公司在证券市场上顺利融资发挥了重要作用”。本来这是一句对《证券法》的褒奖之词,但恰好给我们的分析提供了切入点。

如果证券市场是作为企业的融资渠道,则企业上市自然要尽可能地筹集资金,那么许多无甚前景的企业圈钱的最常见作法就是资产分立与剥离:切出一块尚有盈利能力的资产,包装成一家公司。显而易见,上市之日就是关联交易开始之时。投资者的投资立即通过关联交易到了控股母公司的手中。为了进一步圈钱,控股母公司又通过关联交易为上市公司创造帐面业绩。这种作法使企业可以不经认真改组便可上市融资,既然如此轻松,又何必花费较大成本进行改造重组呢?可见,这是企业的理性行为。关联交易的盛行使投资者丧失研究企业基本面的兴趣,他们的理性选择就是跟庄——因为分析财务报表已经意义不大。未经认真改组的上市公司不但质量低劣而且盈利不断恶化,但证券市场还要维持下去,唯一的出路只有炒作——投资者要回报,证券公司要回报,上市公司又无法给予,因此只能炒作。现在回到我们的问题,当投资者在这样的市场上受到损失的时候,监管机构是否提供了救济的途径呢?这就是症结所在:如果监管机构不进行有力监管,任市场投机泛滥,证券市场是不可能得到发展的,严重时可能会出现崩盘,<sup>②</sup>企业缺乏有效的证券市场作为支持,更不可能得到发展;如果监管机构提供了制度供给,一方面对违法违规行为严厉制裁,一方面给予投资者以损害赔偿,这样势必“损害”上市公司的利益,影响企业的融资——若不允许投机炒作,企业没有“回报”,怎么能吸引机构和中小投资者的资金呢?这种情况下,证券市场同样得不到发展。因此,将立足点设于企业本位,使得监管者陷入了两难境地。

通过以上对比分析,结合我国证券市场实际,我们不难发现,尽管我国《证券法》第一条就明确提出“保护投资者的合法权益、利益”,但由于上述关于企业本位的讨论,立法者对于保护投资者利益的制度供给同其初衷是相矛盾的,存在着供给意愿不足。因此笔者以为,在我国证券立法中民事责任和救济的缺乏,表象上是立法的缺憾,而实质则为经济基础的必然。若要改变证券市场上一级与二级市场违法违规、恶性循环的局面,给投资者创造真正良好的投资环境,唯一的选择就是放弃企业本位。

(责任编辑:冯 果)

<sup>②</sup> 从2001年7月23日开始,由于央行清查违规资金,我国持续了近3年的牛市再也无法坚持。从7月23日至8月6日,沪指从2179.62点下泻到1882.12点,11个交易日跌去13.65%,共297.5点。此次股市下跌若从2001年6月14日开始计算,沪指从2245点一路跌至10月22日的1514点,大盘缩水达32.56%。