

投资者保护系列研究报告之七

# 民事赔偿责任与投资者保护

---

研究中心：陈占峰

2002年1月



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

## 一、民事赔偿责任的涵义和表现形式

所谓民事责任，是指民事主体因违反合同或者不履行其他民事义务所应当承担的民事法律后果。

民事责任的分类标准依各国法律规定及学说理论的不同而不同，依据民事责任的产生根据可以将民事责任分为：契约责任、侵权责任以及法定责任；依据可归责性可以将民事责任分为：过失责任、危险责任；依据承担民事责任的方式的不同民事责任又可以被分为：排除侵害以及损害赔偿；根据损害赔偿的方法可以分为：回复原状民事责任与金钱赔偿民事责任。

由于民事责任中很重要的一种承担方式是损害赔偿，因此有时就将民事赔偿责任作为民事责任的替代称谓，但实际上民事责任的范围不仅限于赔偿责任。为问题方便，下文中的民事责任均指民事赔偿责任的涵义。

依据《中华人民共和国证券法》的有关条款，证券市场中的民事责任应该是违反了证券法规定的义务而产生的侵权损害赔偿（而非合同责任或缔约过失责任），此种责任主要包括：① 发行人擅自发行证券的民事责任；② 虚假陈述的民事责任；③ 内幕交易的民事责任；④ 操纵市场行为的民事责任；⑤ 欺诈客户的民事责任。

### 1、发行人擅自发行证券的民事责任

由于擅自发行证券的行为完全可能导致实际买卖证券行为的发生，而由于擅自发行证券的行为被宣告无效时，必然会出现善意的证券买受人所持有的股票被宣告作废，从而其已经支出的费用便不能得到补偿，因此，需要通过民事责任的办法补偿违法发行的证券的善意买受人所遭受的损害。

### 2、虚假陈述的民事责任

该责任主要对信息披露而言，披露人主要是对广大公众负有披露义务，而不是对合同当事人负有披露义务。发行人与股票的最终买受人之间，通常并没有合同关系。尤其是由于信息披露义务是一项法定义务，保证披露文件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。而应当对虚假陈述的行为规定侵权责任。

### 3、内幕交易的民事责任

有关内幕交易的民事责任问题应主要涉及以下几方面：

首先，请求权主体应当是因从事内幕交易的行为而遭受损害的反向交易人员，只有那些善意地从事反向买卖的投资者，才能成为请求权的主体。而不是所有与内幕交易者同时从事反向交易受损失的投资者。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 薛峰：《证券法上民事责任研究》，中国人民大学博士学位论文，第158—159页。

其次，关于内幕交易的被告。知情人员只有在利用内幕信息买入或卖出证券，或者将内幕信息透露他人，或者根据内幕信息对他人的交易行为提出倾向性意见等的时候，才构成内幕交易。如果没有实际利用内幕信息的，则不构成内幕交易的责任。

再次，关于因果关系的举证问题。受害人在因内幕交易行为遭受损害的情况下，要证明内幕交易与其遭受的实际损失之间具有因果联系常常十分困难，因此可以采取举证责任倒置的办法，即由受害人举证证明知情人员利用了内幕信息并使其遭受损害，而要由被告证明原告的损害完全是因为自身的判断错误等原因造成的。就是说，被告要证明被告的行为与原告的损害之间没有因果关系。

#### **4、操纵市场行为的民事责任**

按照我国《证券法》的规定，操纵市场意味着“通过单独或者合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格”。但在证券法中，并没有对市场操纵行为规定相应的民事责任。

在行为人操纵市场的情况下，无论是否恶意串通，如果这种行为是按照既定的交易规则进行交易，则按照证券法第 115 条不能简单的宣告无效，因为对操纵市场的行为宣告无效，将会影响众多投资者的利益，在宣告无效时，也难以适用返还财产的责任。操纵市场有两种表现形式，一是操纵者和受害者之间具有合同关系，即受害者从操纵者手中买入卖出股票，此时，受害者可以寻求合同上的救济；二是操纵者和受害者之间不存在合同关系，即受害者不是从操纵者手中买入卖出股票的，此时，受害者可以通过侵权责任来获得救济。在操纵市场的情况下，双方当事人之间通常没有合同关系，因此主要通过侵权责任来为当事人提供救济。

#### **5、欺诈客户的民事责任**

一般来说，欺诈客户主要是合同责任，应当由合同法调整，但在例外情况下可能会涉及到侵权责任。我国证券法对欺诈客户也进行了详细的规定，但这些责任主要是刑事的和行政的责任，并未规定民事责任。

鉴于我国证券市场的现状，对中小投资者利益损害最大的行为是虚假陈述、内幕交易以及操纵市场这三种，只有彻底禁止这三种违法行为才能保障投资者的合法权益。

证券市场上的民事赔偿责任主要存在于两种形态：证券发行市场上的民事赔偿责任和证券交易市场上的民事赔偿责任。

#### **二、证券发行市场上的民事赔偿责任**

在证券发行市场中，各方主体的民事责任都是围绕着证券信息来确定的，因

此，对信息披露义务的违反构成了承担发行市场上民事责任的原由。

## 1、信息披露制度

信息披露制度是指证券市场上的有关当事人在证券发行、上市和交易等一系列环节中依照法律法规、证券主管机关的管理规则及证券交易场所的有关规定，以一定的方式向社会公众公布或向证券主管部门或自律机构提交申报与证券有关的信息而形成的一整套行为规范和活动准则的总称。<sup>①</sup>各国设计了相对完善的法律制度来规范证券发行市场上的信息披露，为证券市场的规范起了重要作用。尤其是依靠强制性信息披露，以培育、完善市场本身机制的运转，增强市场投资者、中介机构和上市公司管理层对市场的理解和信心，是世界各国日益广泛的做法。<sup>②</sup>信息披露制度是一个完整的系统，它不仅要求信息披露主体严格履行信息披露的义务，还要求信息披露参与各方严格依法履行，在信息披露过程中承担勤勉、尽职审查的义务。

在证券发行市场中，根据参与者各方（发行者、投资者、中介机构）在信息披露中所起作用的不同，可以分为信息披露主体和信息披露参与人。所谓信息披露主体主要是指发行公司和上市公司，他们是依法承担信息披露义务的信息发源地，所披露的主要是关于公司自己和与自己有关的信息。信息披露参与人是信息披露主体以外的信息披露制度中不可或缺的主体，如证券主管机关和信息文件的制作者以及审查者等中介机构。

信息披露的原因在于防止欺诈、增强公众对市场的信心、提高整体标准、促进公众的整体利益和促进投资分析。<sup>③</sup>因此，“公开原则”成为信息披露的精髓。公开原则要求有关主体在证券的发行、上市及交易过程中，必须对股份公司的信息进行全面、真实和及时的披露，不得有虚假、误导和重大遗漏，这是各国证券法为保护投资者利益而对股份公司在对外发行证券时的基本要求。各国证券法都规定，违反信息披露义务的主体必须承担相应的民事责任、行政责任或刑事责任。我国的有关法律法规也都对信息披露进行了详细规定，但我国证券法律制度大多强调的是行政责任，而对民事责任只有一些缺乏操作性的简陋规定。

## 2、信息披露义务的构成要件

信息披露义务的构成要件一般包括如下几个：

首先是应该披露信息的具体标准。大多数国家判定应予披露的信息的具体标准主要有两种：一是“重要信息”标准（如美国、日本）；二是“价格敏感信息”

<sup>①</sup>吕富强：《信息披露的法律透视》，人民法院出版社 2000 年 4 月版，第 8 页。

<sup>②</sup>高西庆：《证券市场强制性信息披露制度的理论根据》，载《深圳证券市场导报》1996 年第 10 期。

<sup>③</sup>何美欢：《公众公司及其股权证券》，北京大学出版社 1999 年 6 月版，第 86-90 页。

标准（如欧盟诸国和香港特别行政区）。<sup>①</sup>

其次是有效信息披露的“完整性”与“时效性”特征。完整披露（full disclosure）要求信息披露当事人依法充分完整地公开所有法定项目的信息，不得有遗漏和短缺。一个完整的信息披露制度体系不仅要有完备的信息资料，还应当有快速的信息传递渠道，即时披露（timely disclosure）要求发行人毫不拖延地依法披露有关的重要信息。<sup>②</sup>

再次是应该披露信息的范围。美国证券法上信息披露的文件形式包括注册报告书（registration statement）、招股说明书（prospectus）、墓碑广告（tombstone advertisement）、招股说明书概要（summary prospectus）、初步招股说明书（preliminary prospectus）和初步招股说明书概要（preliminary summary prospectus）。在我国，证券法要求发行人披露的信息符合全面性、真实性、最新性和适法性。<sup>③</sup>股份公司公开发行股票时，必须公开披露的信息的载体主要包括：

（1）招股说明书，它是股票公开发行最基本、最重要的文件，所谓招股说明书是股票发行人公开发行股票时，依法向社会公众公开披露相关信息的专门文件，其制作和公开必须符合法定的格式、内容和程序；（2）招股说明书概要，是依照信息披露准则，简要地提供招股说明书的主要内容，以增强信息传达能力的法律文件；（3）配股说明书，它是发行人为筹措资金而向原股东配售股票时，依照法律规定的内容和格式编制的，记载与配售发行股票有关的重大信息的法律文件。

第四是违反信息披露义务的行为。违反信息披露的行为集中地表现为虚假陈述，即虚假、误导、遗漏信息。虚假陈述在证券发行与证券交易市场均有表现。证券发行市场的虚假陈述，是指证券发行过程中的单位或者个人对证券发行的事实、性质、前景以及法律等事项作出虚假、严重误导或有重大遗漏的任何形式的陈述，此种陈述致使投资者在不明真相的情况下作出投资决定。

按照我国禁止虚假陈述行为的法律法规，证券发行中应当承担法律责任的虚假陈述行为主要包括：虚假记载、误导性陈述、重大遗漏。虚假记载指在信息披露的文件上作出与事实真相不符的记载，即客观上没有发生或无合理基础的事项被信息披露文件加以杜撰或未予剔除。虚假记载的方式很多，尤在财务报表中经常出现；误导性陈述指信息披露文件中的某事项的记载虽为真实但由于表示存在缺陷而易被误解，致使投资者无法获得清晰、正确的认识；重大遗漏指信息披露

---

<sup>①</sup> 有的学者认为，这两种不同的表述体现了在判断某则信息是否属于应予披露信息范围问题上所持的不同标准，前者强调的是判断的主观性，后者则强调客观性。参见吕富强著《信息披露的法律透视》人民法院出版社 2000 年版，第 2-3 页。我们认为，用主观性与客观性之概括两种不同标准的区别是有欠妥当的。

<sup>②</sup> 屠光绍主编：《市场监管：架构与前景》，上海人民出版社 2000 年第 1 版，第 56 页。

<sup>③</sup> 叶林：《证券法》，中国人民大学出版社 2000 年版，第 96-98 页。

文件未记载依法应当记载的事项或为避免文件不致被误解所必要的重大事项。重大遗漏是一种消极的虚假陈述，是以不作为的方式进行的。

### 3、承担民事赔偿责任的主体——被告

如果违反了信息披露义务，那么其参与方应当承担民事赔偿。鉴于不同主体在信息披露中所起的作用不同，法律强加于其身上的义务也应不同，如果违反相应的披露义务，其所应承担的民事责任也不同。

考察各国的立法实际，可以看出，各国证券法基本上都规定了证券的发行人以及其高级管理人员、为证券发行人提供服务的中介机构和在申请文件中声明承担责任的人员。这就使得承担责任的主体限定在对申请文件的内容产生决定性影响的人。

我国证券法中对承担有关文件虚假陈述的责任主体做了较为详细的规定。《中华人民共和国证券法》中不仅规定了发行人、承销商以及其负有责任的董事、监事和经理对公开文件的虚假陈述承担赔偿责任<sup>①</sup>，而且规定了专业中介机构对其出具的报告负有责任的部分承担连带责任。<sup>②</sup>《股票发行与交易管理暂行条例》中规定了全体发起人或者董事、主承销商对公开文件虚假陈述的连带责任。<sup>③</sup>

### 4、民事赔偿责任请求权主体——原告

鉴于公司法、证券法对证券发行人要求的强制性信息披露义务，如果信息披露主题违反了该法定义务而给投资者造成损害，应承担侵权责任，而不是合同责任。按照承担侵权责任处理，可以加大对投资者利益的保护力度。

美国证券法中的赔偿请求权人主要是证券的善意购买者。英国立法中，可以要求赔偿的请求权人的范围是非常大的，不仅包括依据上市说明书获得证券的人，而且包括获得证券利益的人。德国证券法中的赔偿请求权人必须是不知道说明书的不实陈述，而依据说明书进行投资的人。日本立法中，对于不知晓记载虚假或缺，而取得有价证券的人可要求赔偿其损失。

考察各国的证券立法例，可以发现，各国在立法中对赔偿请求权人的规定是较为宽泛的，只要依据公司公开的不真实信息进行买卖有关的证券并遭受损失，都可以请求相关人员予以赔偿，但是，请求权人必须是以不知该信息为不真实为前提。

《中华人民共和国证券法》第 63 条规定：“发行人、承销的证券公司公告招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告，存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏，致使投资者在证

---

<sup>①</sup> 《中华人民共和国证券法》第 63 条、第 177 条。

<sup>②</sup> 《中华人民共和国证券法》第 161 条、第 202 条。

<sup>③</sup> 《股票发行与交易管理暂行条例》第 17 条。

券交易中遭受损失的，发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任，发行人、承销的证券公司的负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任。”《股票发行与交易管理暂行条例》第 77 条规定：“违反本条例规定，给他人造成损失的，应当依法承担民事赔偿责任。”因此，我国证券法对民事赔偿的请求权人的规定也是十分宽泛的，只要是有关文件中存在虚假陈述，给投资者造成了损失，投资者就可以要求民事赔偿。而且，并不以该投资者是否确实依赖该文件进行投资决策。这样规定有利于保护广大投资者的利益，尤其在我国大多数股民缺乏理性投资理念时，更加强了投资者的利益保障。当然，对于已经知悉股份公司公布的是不真实信息的投资者，由于其投资是没有受到欺诈的情况下做出的，有关人员不承担赔偿责任。

### 5、违反信息披露行为的民事责任方式

违反信息披露的行为集中地表现为虚假陈述，即虚假、误导、遗漏信息。

虚假陈述是一种欺诈行为，可能产生合同责任和侵权责任。因此投资者可以主张的权利救济方式有：撤销合同和损害赔偿。在欺诈的前提下订立的合同是可撤销的合同<sup>①</sup>，投资者享有合同的撤销权，可以向人民法院请求撤销合同。撤销权以保护投资者的意思自由为目的，以受欺诈或误解而为意思表示为行使权利的条件；损害赔偿请求权旨在填补投资者的损失，以财产损失为行使权利的条件。由于撤销权和损害赔偿请求权的性质、功能、构成要件和法律效果不同，可能会发生竞合。

#### （1）撤销合同

证券法要求信息披露文件必须真实全面的提供与发行人有关的所有重大信息并以此作为投资者投资决策的基础。虚假陈述使意思表示中存在瑕疵，从而动摇了双方当事人之间订立合同的基础与效力。在美国证券法上，投资者可以依据 1933 年证券法第 12 节第（1）款要求撤销合同，被告向原告返还购买证券的款项及利息。主张撤销合同关系的前提是投资者与虚假陈述责任之间存在合同关系。由于虚假陈述对投资者构成欺诈，投资者可以请求撤销合同。在撤销合同后，投资者可以请求被告返还因证券买卖合同而取得的价金及利息。如果还存在其他损失的，可以要求赔偿损失。<sup>②</sup>但是，投资者请求撤销合同必须是持有该证券，并且在知道或应当知道撤销事由之日起一年内行使。<sup>③</sup>否则不能主张该权利。

#### （2）损害赔偿

违反信息披露义务的民事责任虽然不排除存在合同的前提下合同责任的承

---

<sup>①</sup> 《中华人民共和国合同法》第 54 条。

<sup>②</sup> 《中华人民共和国合同法》第 58 条。

<sup>③</sup> 《中华人民共和国合同法》第 55 条。

担,但主要是侵权责任。各国法律在规定受害人依据证券法请求保护的同时,并不否定依据民商事一般法请求保护。投资者在请求侵权责任时,可以针对更为广泛的责任主体要求承担赔偿责任。投资者在请求损害赔偿时,必须依据上文所述的民事责任的构成要件,证明其损害的事实和损害与虚假陈述的因果关系。由于证券市场的特性,证券投资者的损害亦呈现出特殊性,使得在证券损失的赔偿额无法像普通交易活动中那样进行计算。因此,许多国家的证券法都采取法律推定的方式进行计算。对于计算方法,请参见上文的论述,在此不在赘述。

### 三、证券交易市场中的民事赔偿责任

证券交易是民事权利证券化的产物。民事权利证券化的实现是在一级市场,即证券发行市场,但其流转却是在二级市场,即证券交易市场。证券发行市场是证券交易市场的前提和基础,而证券交易市场是发行市场得以存在和发展的条件,它能够为证券发行市场提供持续扩大的重要支撑和内在动力。因此,一个健康有序的证券交易市场对于一国证券市场的健康发展具有举足轻重的作用。<sup>①</sup>

我国《证券法》第3条明确规定,证券交易活动应遵循公开、公平、公正三原则。所谓公开原则,又称信息公开原则,它是证券交易中必须遵循的首要原则。依据公开原则,一方面,法律要求证券发行者及时、真实、准确、完整地向社会公众发布自己的有关信息,从而保证投资者能够获得足够的分析研究资料进行投资判断,做出投资决定;另一方面,投资者有权对于其已购买的或将购买的证券进行及时、真实、准确、完整的了解。在我国证券交易市场中,公开原则主要是通过持续性信息披露制度加以实现的。通过法律赋予上市公司持续性信息披露义务,使上市公司的管理者及时公布与该公司证券以及投资价值有关的所有重要信息,从而为投资者创造一个安全、高效与快捷的投资环境。如果公司的管理者拒绝公开其证券信息,其上市资格将会被取消;如果他们违反了诚实信用原则,没有尽到审慎注意义务,采取虚假、误导等手段欺骗投资者,他们将会面临严重的民事、行政甚至刑事制裁。公平原则要求证券交易市场中的各方应当在相同的条件下与平等的机会中进行交易,使各方的合法权益都能够得到公平、有效的维护。依照这一原则,证券交易中的内幕交易行为、欺诈行为、操纵行为以及其他一切不公平的交易活动,都是违法的,并应受到法律的相应制裁的。公正原则主要是指证券监督管理部门以及其他执法部门应当公正地对待证券交易的参与各方以及公正地处理证券交易事务。

从我国证券市场的实际情况来看,在证券交易市场中的对投资者尤其是中小投资者合法权益危害最大的禁止性行为就是:内幕交易与操纵市场。

---

<sup>①</sup> 屠光绍主编:《交易体制:原理与变革》上海人民出版社2000年5月第1版第1页。

## 1、内幕交易的民事赔偿责任

### (1) 内幕交易的内涵

所谓内幕交易是指，内幕人员或其他非法获取内幕信息的人员，以获取利益或减少损失为目的，自己或建议他人，或泄露内幕信息使他人利用该信息进行证券发行、交易的活动。<sup>①</sup>

尽管我国证券法律、法规及规章对内幕交易的规定中存在诸如内幕信息、内幕交易主体界定上的缺漏等问题，但我们认为这些在中国发展证券交易市场的初期并非至关重要的问题，中国目前最严重的问题出在对内幕交易民事赔偿责任的不完善，过于侧重刑事责任以及行政责任。如果说缺乏民事赔偿责任对内幕交易人员的威慑作用尚有行政责任与刑事责任可以替代，但实现对证券交易市场中受内幕交易之害的投资者合理补救、保护其合法权益的目的只能依赖于民事赔偿责任。

### (2) 内幕信息的认定

内幕信息又被称为“内幕消息”或“内部消息”(Insider Information)，它是认定内幕交易的一个重要构成要件，因为是否获取占有内幕信息是决定某项证券交易是合法交易还是内幕交易的前提条件。

#### ① 美国的标准

国际上关于“内幕信息”标准的界定各不相同。以美国为例，美国法院在司法实践中认为，判断某项信息是否属于内幕信息必须依据下列标准：一是重要性(material)标准，美国最高法院认为，“如果一个理性的投资者有相当大的可能认为一项遗漏的事实，对于其作出如何投票的决定是重要的，那么该被遗漏的事实就是重要的。”<sup>②</sup>

通过多年的实践，美国法院在判断某项信息是否重要时，通常考虑以下几项因素：首先，获得或知悉信息的人的主观态度。如果获悉信息的人认为其获悉的信息很重要，则该信息很可能就是属于重要信息。其次，信息的来源。如果信息来源于公司的高层人物，如总裁、董事或大股东，则该信息的重要性通常高于来源于低级公司人员的信息。第三，证券市场的反应。通过内幕信息公开后，证券市场对该信息的反应可以反推该信息的重要性。如果某项信息公开后，证券市场对其反应平淡，则通常该信息是不太重要的，反之，如果该信息公布后引起股价大幅度波动，则该信息属于重要信息。第四，信息的确定性。如果某信息过于宽泛，则很可能不属于重要信息。反之，当泄露的信息非常明确具体，则可能就属于重要信息。

---

<sup>①</sup> 杨亮：《论内幕交易的法律规制》，北京大学2000年博士学位论文，第2页。

<sup>②</sup>426U.S.449(1976)

二是信息秘密性（non-public）标准，内幕信息，顾名思义必须是没有公开的隐藏在“幕后的信息”，即秘密的信息。如果某项信息已经向证监会报告或向证券交易所报告，或在媒体上公布，向足够多的证券分析家披露，则该信息被认为属于“已经公开的信息”（information made public）。对于已经公开的信息，任何投资者都可以合理的使用而不存在因独占或部分占有被认为违法的问题。因此，信息是公开的还是秘密的，是判断某项信息是否属于内幕信息的一个决定性标准。美国法院对于哪些信息属于公开信息，哪些信息属于秘密信息（未公开信息），并没有给出一个普遍适用的原则性意见，而是具体情况具体分析。

三是被告是否知道信息尚未公开。法院在判定被告是否违反《证券交易法》的规定从事内幕交易之前，必须要先确定被告在从事交易行为时主观上是“明知”（scienter）的。而被告是否明知往往取决于被告是否知道其作为交易基础的信息是一项没有公开的重大信息，或者被告因重大过失以至应当知道却不知道。在判定被告是否知道其获取并加以利用的信息是否属于没有公开的信息时，被告的身份与职务对于法院的决定具有相当的影响。

## ② 我国的标准

在我国，内幕信息具有以下特征：一是必须是涉及证券价格的企业信息。证券市场作为特定社会和国家的经济晴雨表，是通过证券价格对整个经济、政治、社会因素加以集中体现的。但在内幕交易中，我们只能将内幕信息限于公司信息或企业信息。因为，公司企业信息之外的东西不仅是内幕人员难以控制的，有时甚至是整个证券市场也无法预测或控制的。例如，国家政策的变化是由国家立法机关或行政机关决定的，国家政策变化等信息对证券市场产生的也是一种系统性、整体性的影响，它不是单单针对某一个上市公司的证券价格而发生影响的。如此则这样的信息是无法为某个人所独占的，证券法无法调整这样的泄露或利用该类信息的违法行为，那是刑法的领域。二是未公开。证券法鼓励人们根据已经公开的信息从事正当的证券交易，其所禁止的仅是内幕人士根据内幕信息，剥夺他人投资机会而从事的证券交易，<sup>①</sup>因此内幕信息首先必须是没有公开的信息。

（3）重大性。重大性是世界上几乎所有的国家对内幕信息的要求，因为，倘若某一信息本身无足轻重，对证券的市场价格根本不会产生任何影响，那么内幕人员就无法利用该信息获取非法利益，投资者也不会因此而遭受损害。正因如此，我国《证券法》明确要求内幕信息必须是重大信息。

### （3）内幕交易民事赔偿责任的构成要件

内幕交易行为人应当承担的民事赔偿责任属于侵权民事责任，即内幕交易主体对其侵权行为所应当承担的民法上的责任。侵权民事责任的构成要件通常包

---

<sup>①</sup> 叶林：《证券法》，中国人民大学出版社 2000 年版，第 290 页。

括以下四方面：损害事实、违法行为、因果关系、主观过错。考虑到内幕交易行为的自身特点，内幕交易民事赔偿责任的构成要件包括以下四方面：

① 内幕交易主体利用内幕信息从事了内幕交易行为。包括：内幕人员利用内幕信息自行买卖证券；根据内幕信息建议他人买卖证券，或向他人泄露内幕信息使他人利用该信息进行内幕交易；非法获取内幕信息的知情人员基于该信息自行交易、交易他人交易或者泄露内幕信息。<sup>④</sup>

② 内幕交易主体主观上是故意的。在内幕交易中，有两种故意的情形：一是故意隐瞒内幕信息并据此进行内幕交易；二是故意向人提供内幕信息或窃取内幕信息从而进行内幕交易。我国《证券法》第 67 条明确规定“禁止证券交易内幕信息的知情人员利用内幕信息进行证券交易活动。”因此，只要能证明行为人意识到他违反证券法该项禁止性义务而进行证券交易、建议他人交易或泄露内幕信息，那么就可以认定该人具有故意。

③ 损害后果。无论是侵权民事赔偿责任还是违约民事赔偿责任，损害后果的存在都是一个必要的构成要件。内幕交易造成的损害后果就是受害人金钱的损失，这种损失表现为两种情形：其一，在内幕人员买入股票的时候，信息公开时内幕人员多持有的股票数量就是其他投资者减少的股票的数量，由于公开的信息是利好消息则必然导致股价上涨，从而内幕交易由于剥夺了其他投资者的获利机会而使他们遭受了损害；其二，在内幕人员卖出股票时，信息公开后内幕人员少持有的股票数量就是其他投资者多持有的股票数量，当公开的消息是利空消息时，股票价格下跌也将导致投资者受损。

④ 内幕交易行为与损害后果之间的因果关系。内幕交易民事案件是受害人针对内幕交易者提出的，旨在通过追究加害人的民事责任获得救济的民事损害赔偿诉讼。由于证券市场中影响证券价格的因素非常多，因此要将内幕交易行为对原告造成的损失与其他风险因素对原告造成的损失区分开来具有相当的难度。此外，由于证券交易现在基本上是电脑自动撮合的交易，而非传统的面对面的交易，一般投资者很难发现自己遭受损失的原因。由原告举证证明因果关系无疑是一个沉重的负担。

美国法院一般将证券案件中的因果关系分为两大类：一类是交易因果关系，一类是损失因果关系。所谓交易因果关系是指，如果没有被告的违法行为交易就不会完成，至少不会以其最终表现的形式完成。所谓损失因果关系是指，原告的

---

<sup>④</sup> 《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 4 条列举了下列内幕交易行为：（一）内幕人员利用内幕信息买卖证券或者根据内幕信息建议他人买卖证券；（二）内幕人员向他人泄露内幕信息，使他人利用该信息进行内幕交易；（三）非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息，并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券；（四）其他内幕交易行为。

损害直接归因于被指控的违法行为以及违法行为发生的形式或方式。损失因果关系是被指控行为与原告金钱损失之间的一种必然因果关系。

#### (4) 内幕交易民事赔偿责任的主体

在因内幕交易引发的民事诉讼过程中必须明确原告与被告，否则诉讼就无法正常进行下去。这就是诉讼当事人的确定问题。

##### ① 内幕交易民事诉讼原告的认定

所谓内幕交易民事诉讼原告的认定，是指对内幕交易行为人提起民事诉讼以获得法律救济应具备哪些条件及该等原告的范围有多大。<sup>①</sup>内幕交易行为的受害人通常有以下三种：一是被诱使从事不利的证券交易，与内幕交易方向相反的投资人；二是被剥夺了证券交易机会的投资人；三是高价买进或低价售出的与内幕交易方向相反的投资人。但并非上述所有内幕交易行为的受害人都是正当当事人。因为按照这种标准将造成滥诉成风，使责任人承担了其不应当承担的过分沉重的责任。但如果将内幕交易的原告范围限定在很狭窄的范围，既可能出现受害人无法及时获得法律的救济的弊端，也无法发挥民事赔偿责任对内幕交易的制裁惩戒功能。

对于面对面的证券交易，原告比较容易认定，就是在证券市场上从事相对交易的对方当事人，即内幕交易者出售证券时，从内幕交易者手中买进证券的人，当内幕交易者买进证券时，卖给内幕交易者的人。但在集中证券市场交易上由于下列原因，使内幕交易中受害人的认定存在相当的困难：首先，证券集中交易市场是一个流动性非常强的开放市场（这点完全不同于传统的交易市场），投资者因买入证券而进入证券市场，因出售证券而退出证券市场，买进与卖出的转换率极快，受害者人数在理论上是难以预测与估量的。<sup>②</sup>其次，在一般的市场中的交易，无论是一对一、一对多还是多对多，交易的双方当事人彼此知悉对方。而在证券集中交易市场上的证券交易都是采取公开集中竞价的方式进行的，每笔交易都是通过电子计算机自动撮合成交，证券的出售者不知道谁是买受人，买受人也不知道买了谁的证券。

对于集中交易市场的内幕交易原告的资格问题，理论上认为，凡是在一定时间内与知悉证券交易内幕信息的知情人员进行反向买卖的投资者都是受害人，都可以要求内幕交易者赔偿其损失，这就是所谓的“同时交易规则”。这也是美国的做法。但由于实际证券交易过程的复杂，如何确定“同时交易”，无法定论，必须根据具体交易情形进行具体分析。

综合其他国家和地区的经验，我们认为确定内幕交易诉讼中的原告，应当依

<sup>①</sup> 钟洪明：《证券内幕交易民事责任研究》，中国人民大学 2000 年硕士学位论文，第 27 页。

<sup>②</sup> 叶林：《证券法》，中国人民大学出版社 2000 年版，第 295 页。

据这样几个标准：首先，明确具体原则，内幕交易的原告即受害人必须是具体的能够明确的，而非泛泛的广大投资者；其次，该原告必须遭受的是一种实际的，在质与量上都可以确定的损害，而非主观臆测、难以证实或事后推算的损害。因此，内幕交易民事诉讼的原告只能是被诱使从事了不利的证券交易与内幕交易方向相反的“同时投资者”。

## ② 内幕交易民事诉讼被告的确定

内幕交易的被告即内幕交易主体，也就是从事内幕交易的行为人，它是指掌握内幕信息并根据内幕信息进行证券交易或从事其他法律禁止行为的人，在证券内幕交易民事责任体系中即为责任主体<sup>①</sup>。内幕交易主体除内幕人员或内部人员之外，还包括接受信息者以及盗用信息的外部人<sup>②</sup>。

根据美国证券法律以及法院的司法实践，美国法上内幕交易的主体可以分为以下三类：一是传统的内幕人员（Traditional Insiders）——也称为公司内部人士（corporate insiders），它是指在工商活动中依据人们的通常观念被认为是内幕人员的人。主要包括：A.公司董事、监事以及高级管理人员；B.控制人（controlling persons），即对公司具有控制权但不担任董事、监事或经理的股东，这些人可以利用其在公司内所拥有的权力，得到任何与公司有关的重大信息；C.雇员；D.公司本身。二是临时内幕人员（temporary insiders）——其他因特定目的而获得内幕信息的投资银行、律师事务所、会计师事务所及其雇员都可以看作是临时内幕人。三是非内幕人员的信息受领人（non-insider tippee）——非内幕人员的信息受领人（non-insider tippee），即掌握内幕信息的人员将内幕信息泄露给第三人，该第三人就属于非内幕人员的信息受领人。

依据我国《证券法》第 68 条的规定，知悉证券交易内幕信息的知情人员包括以下七类：第一类：发行股票或者公司债券的公司董事、监事、经理、副经理及有关的高级管理人员。董事、监事可以是自然人，也可以是法人机构，包括“以法人名义作为董事或者监事”以及“以法人代表名义出任董事、监事职务”两种情形。所谓公司“有关的高级管理人员”包括公司生产、销售、财务等部门具有高级职务的行政管理人员和具有高级职称的技术人员，如董事会秘书<sup>③</sup>、总经理助理、地区销售代表、财务总监、总工程师以及总会计师等。第二类：持有公司百分之五以上股份的股东。第三类：发行股票公司的控股公司的高级管理人员。第四类：由于所任公司职务可以获取公司有关证券交易信息的人员。其实这些人

<sup>①</sup> 钟洪明：《证券内幕交易民事责任研究》，中国人民大学 2000 年硕士学位论文，第 11 页。

<sup>②</sup> 参见杨亮：《论内幕交易的法律规制》，北京大学 2000 年博士学位论文，第 76 页。

<sup>③</sup> 1996 年《上海证券交易所上市公司董事会秘书管理办法（试行）》、1999 年 4 月 8 日中国证券监督管理委员会以“证监发行字[1999]39 号文件”发布的《关于印发〈境外上市公司董事会秘书工作指引〉的通知》都将董事会秘书作为公司的高级管理人员。

员就是《禁止证券欺诈行为暂行办法》第6条明确规定的，发行人的打字员，以及其他可以通过履行职务接触或者获得内幕信息的职员，例如发行公司研发中心的研究人员、办公室的清洁工等，他们因为履行职务而有可能接近或获得内幕信息。在英美证券法上这些人被称为临时的内幕人员。第五类：证券监督管理机构工作人员以及由于法定的职责对证券交易进行管理的其他人员。这些人可以统称为“政府管理内幕人员”，具体包括，证券监督管理机构；发行人主管部门与审批机关的工作人员；工商机关、税务机关等经济管理部门的工作人员<sup>①</sup>。这些人由于是代表国家行使行政管理、监督职能而获得内幕信息的，因此他们对在执行公务中知悉的市场信息负有保密义务。第六类：由于法定职责而参与证券交易的社会中介机构或者证券登记结算机构、证券交易服务机构的有关人员。在《禁止证券欺诈行为暂行办法》第6条的规定中，这些人员被具体化为“发行人聘请的律师、会计师、资产评估人员、投资顾问等专业人员、证券经营机构的管理人员、业务人员，以及其他因其业务可能接触或者获得内幕信息的人员。”这类人员是因其职业地位的缘故而在与发行公司交往中知悉证券交易的内幕信息的。第七类：国务院证券监督管理机构规定的其他人员。如前所言，这项规定是立法者对国务院证券监督管理机构的一项授权。国务院证券监督管理机构可以在实际中内幕交易主体日趋扩大的情况下，增加规定内幕人员的规定，避免和减少证券监管上的漏洞，有效的维护证券交易秩序，保障我国证券市场的健康发展。

### ③ 内幕交易被告的抗辩

依据我国《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》等法律、法规的规定，结合民法理论，我国内幕交易中被告应该享有以下抗辩权：

#### A. 没有获利或避免损失的动机

依据《禁止证券欺诈行为暂行办法》第3条的规定，“禁止任何单位或者个人以获取利益或者减少损失为目的，利用内幕信息进行证券发行、交易活动”。如果内幕交易人员不是以获取利益或者减少损失为目的利用内幕信息进行交易，则可以不承担内幕交易民事责任。

#### B. 信息已经部分公开

这种抗辩主要针对新股发行或配股时，对机构投资者或策略投资者进行配售的情况，关于发行人的有关情况，只向参与配售的机构投资者或策略投资者披露，而一般中小投资者或散户并不知晓。在此种情形下，参与交易的圈内人士知悉有关发行人的内幕信息而圈外人并不知晓，因此，这种信息属于部分公开的信息，法律规定这种抗辩理由使发行人、承销商以及参与配售的圈内人能安心进行证券

---

<sup>①</sup> 郑顺炎：《证券市场不当行为的法律实证》，中国政法大学出版社2000年版，第12页。

交易。<sup>①</sup>

#### C. 原本就要进行证券交易

此种抗辩使用于拥有内幕信息的人由于有特别的原因, 无论是否知悉内幕信息都必定要购买所涉证券的情形。例如, 债务人债务即将到期, 除非卖掉所涉证券否则无法偿还债务, 也就是说, 其在当时情形下出售所持有的证券是惟一的选择。

#### D. 无法预料他人交易

这种抗辩适用于拥有内幕信息的人泄露信息的情形。如果某人在泄露信息的当时根本没有预料到他人会因其所泄露的信息而对涉及的证券进行交易, 则其泄露信息的行为不都成内幕交易。

#### (5) 损害赔偿的条件和范围

在侵权民事责任构成要件中, “损害” 是非常重要的一个要件。而损害成为侵权法上的损害事实必须具备三个条件: 一是损害的可补救性, 也就是说存在对损害进行法律上救济的可能性, 包括量上的与质上的可能性。“量上的可能性” 是指损害必须达到一定的数量, 对于过于微量的损害, 法律认为是没有必要进行补救的。“质上的可能性” 是指损害应当属于法律认可的补救范围之内。二是损害的确定性, 即侵害后果与范围在客观上可以认定, 对于难以确定的或主观臆测的损害不能作为认定侵权责任的依据。三是损害对象的合法性, 即损害的对象是他人的合法权益针对非法权益的损害不在此列。<sup>②</sup>

在内幕交易民事诉讼中, 计算原告遭受的实际损失的方法赔偿额的计算方法各国各地区的差别比较大。在我国大陆证券法中没有规定此种损害的计算方法。依据民法理论, 对财产损害的民事赔偿贯彻的是全额补偿的原则, 也就是说原告遭受了多少损失就赔偿多少损失。具体的计算方法依据违约损害赔偿与侵权损害赔偿仍有差异, 针对证券市场的特殊性质, 这些计算方法存在适用上的难度。

美国证券司法实践中确定原告损害数额的方法主要有以下三种:

① 实际价值计算法。实际价值法指的是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。当然如何确定公开后实际价值的差额是比较困难的。

② 实际诱因计算法。实际诱因法指内幕交易者对于其行为所造成的证券价格波动负赔偿责任, 对其他外来因素而导致的证券价格波动不负赔偿责任。

③ 差价计算法。差价计算法是指损失赔偿额, 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。

<sup>①</sup> 杨亮: 《论内幕交易的法律规制》, 北京大学 2000 年博士学位论文, 第 90 页。

<sup>②</sup> 王利明主编: 《民法》, 中国人民大学出版社 2000 年版, 第 547 页。

我们认为上述方法中,采用差价计算法确定损失的赔偿额在实务上是比较具有操作性的。

## 2. 操纵市场行为的民事赔偿责任

### (1) 操纵市场行为的涵义

操纵市场行为,也称为操纵证券交易价格行为、证券市场操纵行为等,是一种对市场自由性加以破坏的证券交易中的禁止性行为。所谓操纵行为,就是指以人为的方法使证券市场供需力量无法发挥其自然调节作用,而将某一证券之价格控制于某一水平,操纵者于是可以按照这一价格出售或买进该种证券。由于操纵者出售证券的价格必高于正常供需所决定的价格,而其买进证券的价格必低于正常供需所决定的价格,所以操纵者坐收差额利益,造成新购进者被套牢或新出售者损失利润。

对于是否应该给操纵市场行为一个一般的概念,学术界没有定论。有学者认为,操纵市场行为本身就是若干行为类型的集合名词,并无确定内涵,如果对操纵市场行为的含义加以特定的话,反而会使操纵市场者有机可乘。<sup>①</sup>另有学者则认为,应该从法律角度,在条文解释、运用乃至开放要件的内容补充等方面,赋予操纵市场行为统一个同一的定义。<sup>②</sup>

撇开理论上的严密推理,一般来说,操纵市场行为包含下列要素:

#### ① 操纵是以人为的方式影响证券的价格

一个正常运行的证券市场,无论证券的价格如何波动,基本上由真实的经济供求关系所决定,而操纵行为却是某个人或某一群人经过有组织、有计划的安排部署,采用各种手段使证券价格的变动与没有受到控制时供求关系所形成的价格变动不同,也就是说,操纵是以人为的方式影响证券价格的变动。

#### ② 操纵行为与投机行为的关系

经济学家从区别投资与投机角度上,认为“投资并非投机;投资与投机的差别在于预期收益(return expected)与承担风险(risk assumed)的大小,持有期间的长短等方面。”“投机行为是着眼于资本利得或增值(capital gains or appreciation)而非股利或股息(dividend or interest)的收入”<sup>③</sup>。应该说,操纵行为在本质上属于一种故意的投机行为,并且是一种对证券市场秩序、投资者合法权益以至国家经济具有非常严重危害性的投机行为。

#### ③ 欺诈是否属于操纵行为的要素

欺诈指基于故意以虚伪或隐匿事实的诈骗行为,使表意人引发或维持其表意

<sup>①</sup> 叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2000年版,第298页。

<sup>②</sup> 包国祥:《证券市场操纵行为之定义》(上),载台湾《证券管理》1991年第8期。

<sup>③</sup> Frederick Amling: Investment :An Introduction to Analysis and Management.9(1980)

之错误的行为。<sup>①</sup>在我国，操纵行为是否需要以欺诈作为构成要素的问题存在争议。事实上，就该问题的探讨，应当结合我国证券法希望通过禁止操纵行为所达到的目标加以考察。如果立法者基于稳定证券市场的观点而认为对非欺诈性操纵行为（如巨额交易或卖空交易）应给予适当的规范，则操纵行为不需要以欺诈作为构成因素；反之，如果坚持市场价格应由自由市场机能决定，则操纵行为不需要以欺诈作为其构成因素。<sup>②</sup>

从这一角度出发，我们认为操纵市场行为不必以欺诈作为构成要件，原因在于：强调操纵市场以行为人具有主观故意或欺诈为条件，将有利于行为人；否定以故意或欺诈为构成要件，则有利于相对人利益，就行政及行事责任而言，强调以欺诈或故意为构成要件，更有利于治理证券市场秩序，避免法律裁量上的畸重畸轻。但就民事责任而言，无须以欺诈或故意为要件，即使相对人无法证明行为人具有故意或欺诈，只要能证明其遭受损失，就应要求行为人向相对人承担责任。在我国证券市场尚不完善的时候，必须严厉打击各种证券市场中的违法行为，惟其如此方能有效的维护市场秩序，保护投资者的合法权益。

操纵行为对资本市场的危害突出地表现在操纵者对市场资源的垄断方面：第一，操纵者在市场上处于支配的地位，具有非常明显的市场优势。其次，操纵者操纵市场是滥用垄断力的行为。在资本市场上，操纵者常常不是单一的利益主体，而是多个利益主体共同结合在一起的，操纵者的操纵行为就是利用他们在市场上的支配地位进行损人利己的活动，它能影响市场的结构，削弱市场的竞争<sup>③</sup>。第三，操纵市场行为严重损害市场效率。资本市场的功能就是通过市场价格的变动引导资本的自由流动，实现资源的合理配置，在操纵市场的情况下，证券价格被某个或某几个利益主体所控制，成为一种垄断价格，反映的是虚假的供求关系，导致资本市场价格扭曲，资本市场应有的功能难以正常发挥。

## （2）操纵市场行为的表现形式

操纵市场行为可以分为“虚假交易型”、“实际交易型”、“恶意散布、制造虚假信息型”与“其他操纵行为”等四大类。

### ① 虚假交易型

虚假交易（fictitious transaction）是最古老的证券市场的操纵形式，即以影响证券市场行情为目的，人为地创造证券交易虚假繁荣，从事所有权非真实转移的交易行为。<sup>④</sup>在西方国家证券市场，通常表现为虚卖（wash sale）和定单匹配

<sup>①</sup> Karl Larenz ,Allgemeiner Teil des Deutschen Bürgerlichen Rechts,5 Azf .1980,s,362

<sup>②</sup> 包国祥：《证券市场操纵行为之定义》（上），载台湾《证券管理》1991年第8期。

<sup>③</sup> 黄立：《欧共同体之竞争规范》，载台湾《政大法学评论》第45期，第98页。

<sup>④</sup> 杨志华：《证券法律制度研究》，中国政法大学出版社1995年版，第279页。

(matched orders) 两种。所谓虚卖 (wash sale), 实际上就是一种不改变实质所有人而对同一证券卖出后又买回的操纵行为, 就象东西从一个人的左手换到右手, 右手换到左手。虚卖手法有多种, 最早的手法是交易双方同时委托同一经纪商, 于证券交易所相互申报买进卖出, 并作相互应买应卖, 其间并无证券或款项交割行为。第二种手法是投机者分别下达预先配好的委托给两位经纪商, 经由一经纪商买进, 另一经纪商卖出, 所有权并未发生实质性转移; 第三种手法是虚卖的做手卖出一定数额的股票, 由预先安排好的同伙配合买进, 继而退还证券给做手, 取回价款。<sup>①</sup>

我国《证券法》第 71 条第 3 款规定, 禁止任何人从事“以自己为交易对象, 进行不转移所有权的自买自卖, 影响证券交易价格或者证券交易量”从而获取不正当利益或者转嫁风险的行为。

定单匹配 (matched orders) 也称为相互委托或合谋, 是指行为人意图影响市场行情, 与他人同谋, 由一方作出交易委托; 另一方依据事先知悉的对方委托内容, 在同一时间、地点, 以同等数量、价格委托, 并达成交易的行为。

定单匹配的构成要件为: A. 定单匹配必须是两个或两个以上的行为人共同实施的且这些人相互之间已经达成意思联络的行为。如果两个以上的行为人之间并没有串通、合谋或其他的意思联络, 只是出于偶然而在同一时间、以同一价格、就同一数量的证券相互进行交易的, 不构成定单匹配;<sup>②</sup> B. 定单匹配行为人必须事先就时间、价格、数量等达成一致。这种一致是说价格、时间与数量上的大致相同, 并不要求绝对的一致。美国证券立法力图简化客观要素, 不考虑数量、价格的一致性, 只要求时间上相近就可以了。C. 定单匹配中的行为人必须具有主观上的故意, 所谓主观上的故意是指, 行为人从事的目的就是为了抬高或压低证券市场中某种证券的交易价格, 并籍此谋取非法利益或转移风险。这里所谓的价格的压低或抬高是相对于自由市场机能供需产生的合理价格, 并非指该被操纵的证券发行公司的资产净值。

从行为的效果都是制造证券市场的虚假繁荣这一角度上看, 虚卖与定单匹配具有目的上的相同性, 但两者依然存在一定差别: 首先, 定单匹配要求证明买方或卖方知悉对方委托内容, 并以此作为判定定单匹配的依据, 而就虚卖行为而言, 如果当事人串通以及操纵目的证明非常困难时, 可以交易者之间没有转移所有权作为依据加以确定。其次, 虚卖行为不发生实质性所有权的转移, 定单匹配的双方当事人的证券所有权是确实发生了转移的。但, 由于交易双方已经勾结, 因此其行为后果与虚卖相同。第三, 定单匹配是操纵人通过两个券商进行的, 且对

<sup>①</sup> 杨志华: 《证券法律制度研究》, 中国政法大学出版社 1995 年版, 第 281 页。

<sup>②</sup> 叶林: 《中国证券法》, 中国人民大学出版社 2000 年版, 第 300 页。

于知悉对方委托内容的情形又审慎的进行了掩饰，因此更富隐蔽性。<sup>①</sup>

## ② 实际交易型

实际交易型的操纵行为可分为：垄断交易（corners）；实际购买（Manipulation by actual purchases）；稳定股价操纵；联合操纵。

垄断交易指证券市场上的某一操纵集团，将证券市场流通股股票吸纳集中，致使证券交易市场上的卖空者，除此集团之外，已经没有其他来源补回股票，垄断集团乘机操纵证券价格的一种方式。

实际购买，也称为连续买卖，是指行为人为了抬高或压低集中交易的有价证券的交易价格，自行或以他人名义，对该证券进行连续高价买入或低价卖出的行为。实际购买操纵行为必须符合以下三个要件：A.连续的交易（a series of transactions）；究竟多少次交易才能构成连续交易，美国证监会（SEC）认为有三次交易记录即已构成<sup>②</sup>，我国台湾地区学者及法院认为两次即可构成交易的连续性。我们认为，只要行为人在某一营业日内发生两次以上高价或低价买卖行为，即属于连续的交易。这里所谓的“交易”，不仅仅指一般的买或卖，还包括出价（bid）。B.伪造该证券交易活跃的表象或抬高或压低证券的价格。伪造该证券交易活跃的表象，其中所谓的“活跃”与否的决定标准取决于下列因素，即以往市场的状况、该证券实际成交的数额、一般市场交易的水准以及由操纵者所特别成交的数额等<sup>③</sup>。因为交易量以及价格的判定还包括外部人因受连续交易的引诱而从事的买卖在内，因此认定实际购买是否制造了交易活跃的虚假表象，除考虑该连续交易行为之外，还要考虑因连续交易引诱的外部人所进行的买卖。有的学者认为，所谓高价或低价，是以接近或者相当于涨停板价格进行连续买卖<sup>④</sup>。但我们认为，在我国，证券的价格被抬高或压低的幅度无须到达接近或者相当于涨停板的标准。因为，抬高或压低证券的价格而言，价格改变的幅度并不重要，重要的是行为人控制或影响了证券价格的变动。C.诱使他人买进或卖出的意图。意图作为行为人的主观心理状态，由原告利用直接的证据证明被告有诱使他人买卖的意图存在着相当大的困难。

我国《证券法》第71条第1项规定，禁止任何人为获取不正当利益或转嫁风险，通过单独或者合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势连续买卖，操纵证券交易价格的行为。《禁止证券欺诈暂行办法》第8条第5项更是明确将“以抬高或者压低证券交易价格为目的，连续交易某种证券”规定为法律禁止的

<sup>①</sup> 杨志华：《证券法律制度研究》，中国政法大学出版社1995年版，第283页。

<sup>②</sup> Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568 (1945)

<sup>③</sup> Note, Regulation of Stock Market Manipulation, 56 Yale L.J. 509, 525-526 (1947)

<sup>④</sup> 叶林：《证券法》，中国人民大学出版社2000年版，第299页。

操纵市场行为。

稳定股价操纵 (Stabilization)。稳定股价操纵是指为了使有价证券的募集或卖出容易进行,在不违反主管机关所颁布的规定下,在证券市场连续买卖有价证券,或受托买卖有价证券,以钉住(pegging)、固定(fixing)、或稳定(Stabilization)证券价格的行为。美国证监会认为,稳定股价操纵是指:为了防止或减缓证券价格在对公众发行时发生跌落或有跌落的可能性,从而对该证券价格加以钉住(pegging)或固定(fixing)的程序。<sup>①</sup>

关于稳定股价操纵究竟是违法的操纵市场行为,还是合法行为,人们存在争论。认为稳定股价操纵属于违法行为的理由为:首先,稳定股价操纵是操纵市场行为的类型之一,这种操作不仅是虚伪的而且也附带地引起了高估证券价格的弊端;其次,稳定股价操纵是以人为的买卖有价证券,以防止或延缓证券价格下跌,因此在稳定股价操纵结束后,防止证券下跌的那颗钉子被拔掉后,证券价格下跌可能性大大增加。此时,以认为操纵的价格买进该有价证券的投资者可能蒙受巨大的损失;第三,稳定股价操纵尽管会在表面上造成证券市场交易活跃的虚假繁荣现象,但在操作结束后人为的买卖证券行为从市场上消失后,证券交易量将随之减少,因此在稳定股价操纵的当时,对证券市场产生深厚的信赖并买进了证券的投资者必然蒙受损失,<sup>②</sup>赞成稳定股价操纵并认为其属合法行为的理由是:首先,稳定股价操纵是操纵市场价格的否定类型,因为操作的目的在于减缓市场的活动,而非经济的创造市场活动;其次,稳定股价操纵是为了保证发行公司能够以迅速而确定的方式取得所需要的资金。在确定承销中,承销商以固定的价格向发行公司买入所发行的证券,其后市场上的利率、市场状况等因素改变产生的风险都要由承销商负担,因此承销商对发行公司的贡献就是在于其能够迅速而确定的取得所需要的资金,但是由于有价证券的募集或者卖出,大量的证券流入证券市场,使得证券市场中供求关系的平衡受到破坏,而使证券价格跌落在承销价格之下,承销商在一般的投资者以承销价格买进证券之前,就在无形中积压了自己的资金,因此,如果不允许承销商进行稳定股价操纵,则其与发行公司签定确定的承销合同的意愿就大大降低,最终影响了发行公司获得资金的可能性。<sup>③</sup>其实,稳定股价操纵合法与否的争论,其实质上体现的是“保护证券投资者的权益”与“维护资本流入的确定性”之争。在美国与日本的证券立法中,基本上是肯定稳定股价操纵的正面意义的,只是颁布特别的规则加以规范以防其被滥用。

---

<sup>①</sup> See SEC Act Release 4163(1948)

<sup>②</sup> 林光祥:《证券市场操纵证券价格之法律防制》,台湾大学法律学研究所硕士论文,第58页。

<sup>③</sup> 林光祥:《证券市场操纵证券价格之法律防制》,台湾大学法律学研究所硕士论文,第59-60页。

我国证券法律、法规与规章都没有明确禁止或允许稳定股价操纵的规定，因此在我国证券法上是否允许进行稳定股价操纵值得研究。依据我国《证券法》第26条第2款的规定，“证券公司在代销、包销期内，对所代销、包销的证券应当保证先行出售给认购人，证券公司不得为本公司事先预留所代销的证券和预先购入并留存所包销的证券”。《股票发行与交易管理暂行条例》第24条第2款规定，“在承销期内，承销机构应当尽力向认购人出售其所承销的股票，不得为本机构保留所承销的股票。”因此，尽管对于稳定股价操纵没有明文的禁止性规定，但根据这两条规定，可知稳定股价操纵是为我国证券法所禁止的。

联合操纵（Pool Operation）。联合操纵是指两个或两个以上的人、组成临时性的组织，联合运用手段操纵证券市场。该组织可以集合资金、交易技巧、经验以及相关人才、信息等进行合作，以达到操纵市场的目的<sup>①</sup>。通常联合操纵需要操纵者与证券发行公司的高级管理人员或董事会中的重要成员联手才能完成。联合操纵有两种形式：一是联合交易操纵（Trading Pool），即联合操纵者所需股票由操纵人直接在公开市场上以最有利价格买进，然后高价出售；二是期权联合操纵（Option Pool），即操纵者首先将某一供应量有限，信誉较好且对客户由吸引力的股票期权购入，以控制该股票的交易权；然后，透过经纪商不同的帐户交易股票，造成卖单居多趋势，并通过公司董事、经纪商以及投资顾问刊物的宣传，造成股票价格上涨势态。最后，由操纵者形式选择权将股票价格抛售或进一步卖空，迫使股价下跌，再乘机补回股票。

我国《证券法》第71条第1项规定，禁止任何人为获取不正当利益或者转嫁风险而通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合操纵证券交易价格；《禁止证券欺诈暂行办法》第7条规定，“禁止任何单位或者个人以获取利益或者减少损失为目的，利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场，影响证券市场价格，制造证券市场假象，诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定，扰乱证券市场秩序。”同时该暂行办法第8条也明确将“通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格”的行为归入操纵市场行为之列。因此，在我国联合操纵行为是受到法律明确禁止的操纵行为。然而，由于《证券法》第35条规定，“证券交易以现货进行交易。”因此，我国目前不存在期权联合操纵的问题，联合操纵的行为主要发生在股票市场。联合操纵的构成要件是：主观上具有两个或两个行为人之间具有共同的意思联络；客观上从事了集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合操纵证券交易价格的行为；至于操纵是否造成了证券价格被操纵的实际后果则不需要考虑。联合操纵行为本质上是一种通谋行为，只要证明行为人有联合通谋行为，就可以推定行为人具有操纵证券价格

---

<sup>①</sup> 杨志华：《证券法律制度研究》，中国政法大学出版社1995年版，第286页。

的主观意图。<sup>①</sup>

### ③ 恶意散布、制造虚假信息

“恶意散布、制造虚假信息”分为：散布、传播操纵性的流言；散布虚假不实的资料。

我国《证券法》第 72 条明确规定，“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。”《股票发行与交易管理暂行条例》第 74 条第 1 款规定，针对“在股票发行、交易过程中，作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息的”行为或者“以散布谣言等手段影响股票发行、交易的”行为，可以单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款。《禁止证券欺诈暂行办法》第 8 条第 2 项将“以散布谣言等手段影响证券发行、交易”的行为规定为禁止的操纵市场行为。因此，在我国恶意散布、制造虚假信息或不实资料的行为是受到严厉禁止的。

### ④ 其他的操纵市场行为

所谓其他操纵市场的行为，是较上述操纵行为不太常见或不太典型的行为，通常包括，违约交割<sup>②</sup>（即没有实际成交的意思而空报价格）、公司及其关系人买回自己公司发行的股份、出售或者要约出售其并不持有的证券，扰乱证券市场秩序等。正所谓“道高一尺，魔高一丈”，只要证券市场存在一天，就会出现各种新型的操纵市场行为，我国《证券法》第 71 条第 4 项的“以其他方法操纵证券交易价格”正是针对这种情形的兜底性规定。

### （3）操纵市场行为民事赔偿责任构成要件

依据美国《证券交易法》的规定，要求操纵行为人承担民事赔偿责任必须具备以下条件：首先，尽管原告不需要证明自己信赖了被告的行为，或被告有“明知或恶意”（*scienter*），但必须证明被告有操纵的意图（*willful*）；其次，原告遭受了损害；第三，被告从事了操纵市场的行为；第四，原告必须证明下列双重因果关系，即：A. 损害是操纵行为的结果；B. 原告是以被操纵者所影响的价格买入或卖出证券。

我国证券法上关于操纵行为的民事赔偿责任的构成要件应从有利于受害人

<sup>①</sup> 符启林主编：《中国证券交易法律制度研究》，法律出版社 2000 年版，第 365 页。

<sup>②</sup> 所谓违约交割是指在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或履行交割，足以影响证券市场秩序的行为。由于电子计算机在证券交易中的广泛应用，集中交易市场上的交易方式使投资者不可能出现所谓的“违约交割”的情形。

的角度上加以规定。如果规定非常严格的责任构成要件，且举证责任的负担都强加在原告之手，显然既无法为受害人提供充分的补救，也无法充分有力的遏止操纵市场行为的。因此，我们认为在我国操纵行为民事赔偿责任的构成要件为：首先，被告从事了操纵行为，这必须由原告举证证明；其次，原告遭受了损失；第三，原告的损失与被告的操纵行为具有因果关系，但不需要原告证明其损失与被告的行为具有因果关系，而必须由被告反证证明原告遭受的损失与自己的行为之间不存在因果关系。至于原告是否明知操纵行为的存在不影响其损害赔偿请求权，因为，操纵市场这种行为具有严重的社会危害性，此种危害性并不因原告知悉而有所减少，我们的目标不是要求人们在知道有操纵行为的情况下不进行交易，而是要求人们不能从事操纵行为，所以从这个角度来说原告是否为善意对操纵者承担民事责任不应产生影响。原告也不需要证明操纵者具有操纵的故意或意图，因为在一个证券市场历史悠久且较为成熟的市场，为防止对正当交易及经济效率的妨害，因此需要考虑行为人是否具有操纵的意图，否则容易压制投资者投资的积极性，而在我国这样一个证券发展历史很短，立法、司法及执法等各方面经验尚不充分完善，因此应加强对操纵行为的制裁打击力度，所以原告不需要证明被告的主观心理状态。

#### （4）操纵市场行为民事责任的性质

在操纵市场的情况下，行为人与如果双方当事人已经有合同关系，就要通过合同责任补救，在没有形成合同关系的情况下，主要应通过侵权责任来为当事人提供救济。由于这种违法违规行为大多表现为欺诈行为，而我国民法理论并没有把欺诈作为侵权行为对待，所以，我们首先需要解决的是在民法理论上承认欺诈可以构成侵权，这就需要对现有民法理论作出突破。欺诈行为一般都认为是无效行为，在被宣告无效以后当事人应当负有返还的责任，而在证券交易中使用无效制度并不一定有利于保护受害人。对于这种欺诈行为也不适用返还的责任，只能由一方向另一方承担损害赔偿 responsibility。这种赔偿的根据应当是侵权。因为操纵市场的行为人因其过错造成了对受害人财产权益的侵害，所以受害人有权提起侵权之诉。

证券法中的侵权责任是指证券活动中当事人违反法定义务，侵害他人财产权益所应承担的民事责任法律后果。证券法中的侵权责任其特点主要表现在，侵害对象的特定性、侵害方式的特定性以及救济方式的特定性等方面。首先，侵害对象的特定性是指，在证券法领域发生的侵权责任都是针对财产权的，而不包括人身权与知识产权；其次，侵害方式的特定性在于，证券法领域中引发侵权责任的行为都是具有欺诈或欺骗性质的行为，无论内幕交易还是操纵市场都是如此。因此这些行为都违反了公开、公平的原则。第三，救济方式的特定性表现在证券法

中侵权人承担责任方式主要是财产责任,而在财产责任中最主要的就是损害赔偿  
责任。

#### (5) 操纵市场行为民事责任的方式

依据我国《民法通则》第 134 条的规定,“承担民事责任的方式主要有: A. 停止侵害; B. 排除妨碍; C. 消除危险; D. 返还财产; E. 恢复原状; F. 修理、重作、更换; G. 赔偿损失; H. 支付违约金; I. 消除影响、恢复名誉; J 赔礼道歉。”其中,“赔偿损失”这种民事损害赔偿方式,既可以适用于侵权责任也可适用于合同责任,是适用范围最广泛的一种民事责任形式。“支付违约金”只适用于合同责任,“消除影响、恢复名誉”与“赔礼道歉”是适用于为 人身权受到侵害的当事人提供的民事救济措施。就操纵市场行为的民事责任而言,显然除恢复原状、赔偿损失及支付违约金以外,其他的民事责任的方式都无法适用。而在能够适用的这三种民事责任中,最重要的民事责任方式就是损害赔偿,即赔偿损失与恢复原状。之所以如此是因为:

首先,损害赔偿责任的实质是法律强制民事违法行为人向受害人支付的一笔金钱,目的在于弥补受害人因民事违法行为所受到的损害。因此,损害赔偿责任的突出地表现了民事责任的补偿性,这一性质使损害赔偿区别于行政责任中的罚款、没收违法所得等责任形式以及刑事责任中的财产责任形式。同时,由于赔偿金是由民事违法行为人支付,因此损害赔偿也是法律对违反行为人的 一种财产制裁,体现了法律责任的惩罚性质。民事损害赔偿具有补偿性和惩罚性,把对受害人的补偿和对违法行为人的制裁两种作用有机结合起来。所以,损害赔偿是民法制裁违法行为,保护受害人合法权益的最常用与最有效的法律手段。<sup>①</sup>

其次,操纵市场行为一般给受害人造成的是金钱的损失,也就是说,受害人是在某种或某几种证券的价格受到他人操纵的情形下,支付了比倘若证券价格没有被操纵时更多的金钱买进了证券,或少获得了如果证券价格没有被操纵时卖出证券应获得的价款。受害人向法院请求救济并不是希望获得被卖出的证券,或退回买入的证券,而是希望能够将自己多支付的价款或少获得的价款补偿回来。所以,针对这种损失法律上最有效的补救就是损害赔偿。

#### (6) 操纵市场行为民事赔偿责任的主体

##### ① 操纵行为民事赔偿中的请求权人——原告

操纵行为民事赔偿请求权人即损害赔偿请求权人,是善意买进或卖出价格被操纵的有价证券的人。所谓“善意”是指不知情,即行为人对于某一法律关系或其前后的事实,在不知道的情况下而为之。也就是说,买进或卖出价格被

<sup>①</sup> 梁慧星:《中国民法经济法诸问题》,中国法制出版社 1999 年版,第 123 页。

操纵的有价证券的人，并不知道该有价证券的价格为他人所操纵。

## ② 操纵行为民事赔偿责任中的责任人——被告

毫无疑问，操纵行为损害赔偿责任的负责人是操纵行为人，操纵行为人既包括自然人投资者，也包括机构投资者，实际上中国证券市场上的主要操纵行为人就是机构投资者，即通常所谓的庄家。从《禁止证券欺诈暂行办法》的规定来看，可以将责任主体分为：证券经营机构、证券交易场所以及其他从事证券业的机构；证券经营机构、证券交易场所、其他从事证券业的机构以外的机构；个人。就自然人投资者而言，其应对受害人单独承担损害赔偿责任，就法人投资者而言，董事等法人代表从事了操纵行为的，其行为属于法人的行为，应当由法人与该负责人依据共同侵权行为的规定，承担连带赔偿责任。如果操纵者是多人，则操纵者应承担连带的赔偿责任，但各个行为人之间应依据其过错的大小分相应的份额，如果某一行为人代其他人承担了责任，可以向其他人追偿。

## (7) 损害赔偿的种类及范围

损害赔偿旨在保护个人以及组织的人身、财产等权利法益不受损害，万一损害不幸发生，行为人不论行为是出于故意还是过失，都负有填补该损害的责任。<sup>①</sup>对于如何填补损害，各国做法不一。各国法律中损害赔偿的最高指导原则在于：赔偿被害人所遭受的损害，从而使受害人处于损害事故从没有发生过一样的状态中。从这种原则出发，各国损害赔偿的方法有两种，一是回复原状；二是金钱赔偿。在证券法中，金钱赔偿是最为重要的损害赔偿方式。

关于操纵市场行为民事赔偿责任的范围，各国证券法学者通常认为是价格被操纵的证券的真实价格与给付价格之间的差额<sup>②</sup>。但由于证券市场上影响证券价格的因素非常多。因此，很难确定什么样的价格才是被操纵的证券的真实价格。我国台湾有的学者认为，法院认定赔偿范围时可以类推适用证券交易法第 157 条之一第 2 项<sup>③</sup>规定，即在操纵的场合，操纵人应就操纵行为开始前十营业日收盘平均价格与原告买入或卖出该股票的价格的差额作为赔偿范围。<sup>④</sup>但正如台湾学者余雪明教授所言，此种将内部人交易的民事赔偿责任的规定与操纵行为的规定之类比并不合适，因为操纵行为的危害性显然大于内幕交易。<sup>⑤</sup>我们认为，可

<sup>①</sup> 曾世雄：《损害赔偿法原理》，台北作者自版 1996 年修正二版，第 16 页。

<sup>②</sup> Louis Loss, *Securities Regulation* (Boston, Little Brown, 1961) vol.3, p1749

<sup>③</sup> 台湾《证券交易法》第 157 条之一第 2 项规定，“违反前项规定者，应就消息未公开前其买入或卖出该股票之价格，与消息公开后十个营业日内收盘平均价格之差额限度内，对善意从事相反买卖之人负损害赔偿责任；其情节重大者，法院得依善意从事相反买卖之人之请求，将责任限额提高至三倍。”

<sup>④</sup> 林光祥：《证券市场操纵证券价格之法律防制》，台湾大学法律学研究所硕士论文，第 144 页，注 16。

<sup>⑤</sup> 林光祥：《证券市场操纵证券价格之法律防制》，台湾大学法律学研究所硕士论文，第 144

以采用一个折中的方法来确定操纵市场行为的民事责任：首先，可以依据操纵行为前十个营业日内被操纵的证券的收盘价的平均价格与原告买入或卖出该股票的价格的差额作为赔偿范围的基准；其次，考虑被告行为的主观恶性以及被告通过操纵行为所获得非法利益的数额。如果被告主观恶性非常大或获得的非法利益很大，法院可以依照原告请求将被告应承担的民事赔偿责任的限额提高一定的倍数。此种被提高的民事赔偿责任数额中大于原告实际遭受损害的部分，即属于对被告的惩罚性损害赔偿。