

## 我国反证券欺诈机制的检视与完善

■ 万国华, 张崇胜

反欺诈机制是证券市场的基础制度,与信息披露制度同被视为现代证券法的基石。本文通过检视我国的反欺诈机制,发现存在内涵阙如、外延不周、概念混乱以及体系畸形等问题。反思证券监管的法理逻辑,借鉴美国反欺诈机制的历史经验,我国反欺诈机制的完善可以从以下几个方面着手:一是重构证券的学理概念,将任何与证券有关的欺诈行为都纳入调整范围;二是厘清证券欺诈的内涵和性质,采用“二元利益观”将侵害投资者利益和市场秩序的行为界定为证券欺诈行为,明确证券欺诈特殊侵权之属性;三是引入反欺诈原则,并在此基础上对反欺诈机制进行结构性改革;四是规定反欺诈机制的域外管辖效力,明确“行为加效果”的认定标准。赋予反欺诈原则“明示诉权”效力,使其成为证券欺诈诉讼的纲领性规定。

[关键词]《证券法》修改;法律原则;反欺诈;明示诉权;域外管辖

[中图分类号] F832.5

[文献标识码] A

[文章编号] 1006-169X(2018)08-0076-05

DOI: 10.19622/j.cnki.cn36-1005/f.2018.08.012

**基金项目:**国家社科基金重大项目专项“社会主义核心价值观与我国商事立法完善”(17VHJ001);教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“混合所有制企业治理问题研究”(14JJD630006)。

万国华(1960-),湖北荆门人,南开大学法学院教授、博士生导师,天津市商法学会会长,研究方向为证券法和公司治理;张崇胜(1993-),山东潍坊人,南开大学法学院,硕士研究生,研究方向为证券法与公司法。(天津 300350)

### 一、一则收购引发的思考

证券法语境下的证券是指“投资证券”。从法律性质来说,发行证券就是向公众融资的行为。向公众募集资金的行为,在任何国家都要受到规制,例如《美国1933年证券法》、2003年法国的《金融安全法》、2009年德国的《证券交易法》、2007年日本的《金融商品交易法》都对此做出相同或类似规定。投资者和融资者之间存在信息不对称性的特征,决定了信息披露制度建立的必要性。美国《1933年证券法》建立的现代证券监管制度的核心便是信息披露制度。纵然有学者批判信息披露制度没有为投资者带来效益,但各国都通过该制度对证券市场进行规制。

信息披露制度的施行,还要借助发行的行政许可制度和中介机构的特许制度,其本质是一种市场准入规制,属于经济性规制的一种。通过核准(注册),强制发行人披露信息;通过中介机构的信息转

化、加工,将发行人信息吸收反馈到证券市场。但是存在如下问题:发行监管无法规制发行后的持续信息披露;自愿性信息披露缺乏强制执行的法律依据;注册制的形式审查及发行人与中介机构的“合谋”使得披露信息的真实性、准确性、完整性和及时性难以保证。为此,立法特别制订了对信息披露行为进行规制的反欺诈机制。纵观美国证券立法,反欺诈的核心理念一直推动着判例法的演进与制定法的发展,逐渐形成了反欺诈一般条款与具体规范相结合的反欺诈机制。而我国反欺诈机制缺乏反欺诈一般条款的设计,存在诸多问题,对投资者的权益保护明显不足。在恒大“举牌”万科事件中,弊端彻底显露。2016年8月4日,媒体发布恒大增持万科目前持股比例或达2%的消息,其中部分资金出自许家印个人账户。受此消息影响,万科A的股价迅速上升。但是,恒大表示此为假消息。当日收盘后,恒大证实买入万科股票,并在港交所发布公告。

恒大上述“先否认后承认”的行为是否违法,是否需要进行规制、规制理由和规制路径为何等问题引起争议。运用现有的反欺诈机制对该行为进行剖析。首先,该行为不属于虚假陈述。虚假陈述,强调的是行为人违反信息披露义务。而《上市公司收购管理办法》第13条规定举牌持股比例未达到5%之前,行为人没有强制性信息披露义务。而且,该规定不属于立法上的法律漏洞。关于某一法律问题,法律依其内在目的及规范计划,应有所规定,而未设规定,谓之立法上的漏洞。“举牌”中的信息披露规则,需要在资本市场的透明度和控制权争夺的外部治理效益之间做出平衡。实施“举牌”的投资者与公司内部人士比较,并没有信息优势,因为其并不掌握内部信息,强制其举牌伊始就进行信息披露会推高被收购公司股价,增加其收购成本,产生“搭便车”行为,继而削弱市场对被举牌公司管理层的激励与约束效力。其次,该行为不属于欺诈客户。欺诈客户,体现的是证券市场中介机构的证券欺诈行为。再次,该行为很难界定为内幕交易和市场操纵。其中,内幕交易,强调的利用未公开信息获取收益或减少损失;市场操纵,强调的是通过资金、信息和持股优势而使市场自然调节作用失灵。该行为既侵害了投资者的知情权,又破坏了正常的市场交易秩序,应受证券法的规制。但是,现有的反欺诈机制却陷入规制不能的僵局。故有必要加以深入探究,对我国现有的反欺诈机制进行检视,为《证券法》的修改及证券市场实践提供相应的理论支撑。

## 二、国内反欺诈机制的检视

法律是调整社会关系的工具。规制证券欺诈行为的规则散见于《证券法》第73~79条、《证券市场操纵行为认定指引(试行)》《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》等一系列文件。然而,这些规则仅仅局限于对具体证券欺诈行为的规制和补充,是以技术完善为主导的“打制度补丁”,缺少对反欺诈立法理念的系统性反思。反欺诈机制作为学界和业界研究的重点,对其进行法律认定应包含如下方面:一是证券欺诈的内涵是什么,外延有哪些?二是反欺诈

机制的理念与结构是什么?对此,如下方面仍存在不足。

### (一) 证券范围界定狭隘

“证券”内涵与外延的准确界定,是反欺诈机制的构建前提。我国证券法理念和制度是法律移植的产物,阐释与解读美国1933年《证券法》第2条和SEC v. W. J. Howey Co一案确立的“投资性合同”原则是国内学者研习美国关于证券界定的主要方式。仅仅为认定证券的存在确立了宽泛标准指导思想“投资性合同”原则,俨然成为了对证券调整范围的兜底性条款。比如,有关学者直接用“投资性合同”确定的要件来阐释证券的概念,认为证券是因投资于一项共同的风险事业而取得的主要通过他人的努力而赢利的权益(凭证)(朱锦清,2011)。重新审视1933年《证券法》第2条,权利、凭证和合同等都可以作为“证券”。由此可以看出,该条款是描述性规定,而非严格的法律性界定。按照《辞海》的解释,证券是以证明或设定权利为目的所做成的凭证。学界多从两个维度提炼证券概念的特征,即证券是记载于某类介质上的权利凭证和财产权利的凭证。但是,迅速发展的信息技术导致证券的无纸化,证券所有权消失了,电子数据成为新的介质。面对多重挑战,盲目照搬美国规定,会对国内证券理念和体系产生极大冲击。当下,关键问题是构建针对“价值形态”证券的反欺诈机制,革新法律规范以合理、恰当地适用于市场现实。

### (二) 证券欺诈内涵性质不清

认识性和规定性内涵,是厘清证券内涵的两个维度。认识性内涵可以将证券欺诈与其他领域的欺诈准确地界分,例如具有异质性的证券欺诈和民事欺诈。对规定性内涵而言,其应该准确界定证券欺诈的本质特征。现行法律没有对证券欺诈的内涵做出明确规定,学者多基于规范性角度对此做出理论界定。例如,胡晓珂(2004)认为,证券欺诈是发生在证券市场中的各种欺诈行为的综合体,证券欺诈即证券禁止行为。也正是这种思维视角下界定的证券欺诈内涵导致了恒大“先否认后承认”行为规制的僵局。可以看出,证券欺诈的法律内涵究竟是什么,现有的法律文件并未给出一个明确的答复。规范性的学理归纳也与证券市场实践脱节,从而引发了证券欺诈行为人要承担侵权责任、违约责任或独立责任的争议。

### (三) 证券欺诈外延不周

反欺诈机制,是对证券欺诈行为的规制机制。但是证券欺诈的外延在我国呈现缩小趋势(万国华和杨海静,2015)。《禁止证券欺诈行为暂行办法》(2008年废止),是我国第一部专门就证券欺诈进行规制的行政法规。该法第2条规定:“本办法所称证券欺诈行为包括证券发行、交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为”。此时证券欺诈的外延十分广泛。但是,现行《证券法》240个条款中,涉及“欺诈”一词的只有第5条、第79条和第221条,并未对反欺诈原则进行界定,且证券欺诈的内涵与范围被缩小。证券欺诈被纳入第5条“守法原则”之下,适用的范围局限于证券发行和交易活动。虽然学者对证券欺诈问题的研究仍延续《办法》的规定,但是证券欺诈并不与上述四种行为之和划等号,不能因为现有规则对证券欺诈行为进行列举规定,便认为反欺诈就是禁止对相关法律和规则的违反。

### (四) 反欺诈机制的畸形

美国反欺诈机制是由基本的原则和具体的规则构成。对国内证券欺诈行为研究和反欺诈立法现状梳理可以看出,我国反欺诈机制由规则构成,具体包括禁止虚假陈述、内幕交易、市场操纵和欺诈客户规则,缺乏反欺诈的一般原则。原则与规则都被视为法的要素构成。在具体的规则缺失的情况下应该适用原则以作漏洞补充。纲领性反欺诈原则的缺失,造成下位具体规则对证券民事赔偿责任的规定顾此失彼。这种情形下,有学者主张诚实信用原则是规范证券市场信息公开行为的主要途径(郑勇,2017)。还有学者认为反欺诈是诚实信用原则的任务,将反欺诈视为诚实信用原则的表现价值(卢代富和刘云亮,2017)。更有学者抛出反欺诈理念注重保护投资者个人利益,诚信理念则着眼于证券市场诚信的维护的断言(傅穹和曹理,2013)。上述观点罔顾证券市场交易的主体信息不对称、交易的非面对面以及证券交易与生俱来的投机性等区别于普通民事交易的特征。将反欺诈嫁接于诚信原则之下,反映出学界和业界对反欺诈机制的狭隘理解,以及证券立法对诚实信用原则这一民法“帝王条款”的盲目遵从。

### 三、美国反欺诈机制的比较法研究

信息披露和反欺诈是我国主要向美国学习的

东西。美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的最大贡献,一是建立了现代的信息披露制度,二是建立了反欺诈制度,包括禁止虚假陈述、内幕交易、操纵市场等。

#### (一) 邮政欺诈法案时代

美国最早是通过《邮政欺诈法案》对欺诈行为进行规制。如果当事人通过邮件进行虚假陈述以获得金钱或者财产,则邮政管理机关有发布“欺诈禁令”之权利。McNally v. United States一案中,法院认为《邮政欺诈法》的调整范围不包括无形权利。但是,在Carpenter v. United States一案中,法院认为“无形权利仍然属于财产的范畴,与证券相关的权利是一种无形财产权,《邮政欺诈法案》也适用于证券”,从而明确了其规制证券欺诈行为的效力。这也表明,10b-5规则制定以后,《邮政欺诈法案》在反证券欺诈领域仍起着作用。

#### (二) 《1933年证券法》的相关规定

《1933年证券法》对证券欺诈行为的规制条款主要是第11款、12(a)2款和17(a)款。其中,第11款和12(a)2款被视为是关于证券欺诈的明示责任条款,调整了发行人在注册登记文件中的虚假不实陈述行为。该条款确立了美国虚假陈述追责的基本框架,但是其只涵盖证券买受人对发行人注册登记文件中的虚假不实陈述,适用范围有限。第12(a)(2)款适用于证券的出售环节,但是在Gustafson v. Alloyd Corp一案中,最高法院指出第12(a)(2)款的规定不适用于二级市场上的交易和证券的非公开发行。可以看出,第11款和12(a)2款未突破发行或出售的适用范围,对证券欺诈行为的规制效力有限。第17(a)款被视为反欺诈条款之父,该条款创造性地将虚假陈述、内幕交易等不同类型的违法行为囊括其中,已初步体现出了反欺诈的意图,成为当时认定各证券欺诈行为的基石。但是该条款仅仅适用于证券的发行和销售,不适用于购买者欺诈,美国证券委员会从未寻求将该条款适用在欺诈性销售者之外的领域。

#### (三) 《证券交易法》的相关规定

1934年《证券交易法》对证券欺诈行为的规制体系机制主要由第9(a)(4)款、10(b)款组成。1934年《证券交易法》第9(a)(4)款专门对市场操纵行为进行规制,但是其适用范围限制在经过登记注册的证券,不包括未经登记注册的证券。10b条款是一

个综合性、兜底性条款,从而将证券立法相关条款未涉及到的应该受到禁止的其他行为囊括其中。但是除非委员会采纳相应的规则禁止,否则并不能使任何行为违法,而且其没有涉及证券购买者的欺诈行为。为弥补上述漏洞,1942年5月,SEC在1934年《证券交易法》10(b)的基础之上增加了10b-5条款。10b-5规则本来并没有附随的民事责任,Kardon v. National Gypsum一案后,联邦法院纷纷依据普通法上的侵权法规则确认10b-5规则的“默示诉权”效力。但是直到24年后美国最高法院最终才在Superintendent v. Bankers Life一案中确认了此项权利,使其成为美国证券法规制证券欺诈行为的核心。

默示诉权制度在司法实践中被不断地扩张性解释。从1975年的Blue Chip v. Manor一案开始,美国最高法院的态度发生逆转,开始限制10b-5下私法上的诉权范围。首先,原告必须是争议证券的买方或卖方;其次,被告必须被证明是故意行事;最后,被起诉的行为必须具有欺诈性。但是从Wharf Holdings v. United Int'l Holdings和SEC v. Zandford案件开始,美国联邦法院坚持对10b-5规则责任中“与证券买卖有关”的要素进行宽松认定,似乎又表明了其对默示诉权重新采取较为宽松的态度。但是无论如何,10b-5规则作为反欺诈的一般性条款,不仅仅是个人指控有关证券买卖欺诈的诉讼中使用的最为普遍的理由,也成为美国证券法下最具综合性的反欺诈武器。

#### (四)反欺诈机制的域外管辖

判例法对美国反欺诈机制的完善不断进行着探索。基于保护美国投资者及美国证券市场利益的立法目的,多数学者和法官认为“州际贸易”一词的存在,表明10b-5规则对发生在域外的证券欺诈行为同样适用。但是在Bersch v. Drexel Firestone案和Leasco Data Processing Equipment Corp v. Maxwell案中,法院认为“不能仅以交易的效果及于美国投资者,还要满足证券交易行为是在美国市场上进行,才能判定美国法院有管辖权”。2010年Morrison v. National Australia Bank案,联邦最高法院终于给出了一个具有权威性的解释,认为《证券交易法》仅调整发生在美国的证券交易行为。此后,2010年7月通过了《华尔街改革和消费者保护法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer

Protection Act,下文简称《华尔街法》),对Morrison案中确定的标准做了重要修正,引入新的泛行为与泛效果标准,即如果促成违法行为的关键步骤是发生在美国境内或者发生在境外的行为对其产生了可预见的实质性效果,那么法院仍享有管辖权。

综上所述可以看出,随着证券交易方式和类型的不断发展创新,证券欺诈行为愈发复杂,难以甄别。为此,美国创设了一套体系精密、逻辑完整的反欺诈机制。规制对象从最开始的发行人逐步扩展到与证券买卖相关的所有人,并且涵盖与证券买卖相关的所有行为。规制机制从最开始的具体规则逐步演化为原则与规则相协调的“二元”结构。通过司法判例逐步明确了反欺诈原则的民事责任和域外管辖效力,为规制证券欺诈行为提供了“兜底性”条款。

#### 四、完善我国反欺诈机制的建议

任何制度都有其产生和发展的土壤,市场及法制环境一旦不同,制度运行的客观效果便会受影响,简单抄袭和照搬适用,会使原本优良的制度与其应发挥的优势背道而驰。我国“熔断机制”的天折,给我们如此之警示。应在遵循市场运作规律、总结域外经验的基础上,在考虑我国证券市场特性的前提下推陈出新,从而完善我国反欺诈机制。

(一)重构证券的学理基础。反欺诈机制是围绕证券发行、交易和监管活动构建的,其核心在于“证券”的界定。证券是权利物化的产物。现代物权体系要强调价值形态和财产の利用,一切能产生经济价值且可用作交换的利益均可视为财产。正如学者所说,指向物的任一种类请求权均可经由占有或登记而具有物权性(冉昊,2005),因此对物和对人的区分可直接归结到公示手段之有无。要想合理地贯彻对物和对人的区分,必须重新打破“物”限于有体物的桎梏。证券账户的实名制度和簿记系统的公示效力,使投资者实际上对价值形态的电子数据具有支配地位,从而使电子数据具有“物”性。结合对传统“证券”法理逻辑的解读和“物权”概念内涵的最新演进,可以对证券法语境下的证券做如下学理上的界定:证券,是指记载并代表一定权利的物。权利是指因为投资且主要基于他人努力获得的权益。从而,可将价值形态的“可均分且可转让或者交易”的投资性合同纳入“物”的范畴。如此,对现有制度改动较小,且可实现法律逻辑上

的自治。

(二)区分证券欺诈与民事欺诈。民法中的欺诈是有瑕疵意思表示的法律行为,其认定一般需遵循“欺诈人具有主观故意-欺诈人实施欺诈行为-被欺诈人因欺诈而陷入错误-被欺诈人因错误而为意思表示”的逻辑。但是,证券法上的欺诈行为并不局限于纯粹意义上的故意欺诈,还有重大过失、沉默、信息披露不及时等因素,二者在主观内容、行为方式以及侵害客体上存在不同。其次,民法下欺诈行为主要是对合同效力产生影响,救济方式为行为可撤销和无效。但是各国一般承认证券欺诈行为的效力,规制方式为责任追究和损害赔偿。因此,证券欺诈的界定要突破民法欺诈理论的束缚,对内幕交易、市场操纵、虚假陈述和客户欺诈等典型证券欺诈行为进行剖析可以看出,证券欺诈主要是通过作为或不作为的方式,使他人陷入错误的表意中的行为。行为人主观上具有牟取非法利润或非法避免损失等动机,在客观上造成了市场秩序以及投资者合法权益损失。为有效保护投资者权益,各国一般对证券欺诈的归责原则实行过错推定或严格责任;在证明负担上,实行因果关系推定和举证责任倒置。为此,将其定性为特殊侵权,符合法理逻辑。

(三)反思诚实信用原则的适用。学界通常认为,诚实信用原则是赋予司法者自由裁量权的一般条款,强调民事主体在从事民事活动时以善意的方式履行其义务,不得滥用法律或合同规定权利。诚实信用原则的适用与权利义务关系存在这一前提密不可分。但是,证券市场的运行规律决定了规定发行人事务无巨细披露任何信息的义务,既不可能也不合理。因此,在指导权利行使、义务履行、解释和补充法律功能的层面上,诚实信用原则不适用。否则,就会对当事人带来过于沉重、不必要的负担(于飞,2015),最终影响证券市场的正常运行。其次,植根民法发展而来的诚实信用原则适用于平等主体之间。而证券市场信息的不对称性决定了交易双方的实质不平等,进而决定了信息占有人会采取行动以最大限度地增进自身效用而不利他人。再者,证券市场具有投机性,这一点决定了证券市场投资者不具有诚实信用的主观态度。最后,非面对面的交易机制,决定了证券市场不具有诚实信用的存在环境。

(四)引入反欺诈的原则规定。反欺诈原则和规则不是整体与部分,而是本质与形式的关系。作为一项原则,其具有指导当事人行使权利和履行义务、解释和评价法律行为以及解释和补充法律的功能。除了指导当事人正确进行证券活动外,还具有授予法官自由裁量权填补法律漏洞、引导法律与时俱进的作用。反欺诈规则是对反欺诈原则的具体化,反欺诈原则价值内涵体现在两个方面:一是禁止违反法定义务,实践中表现为禁止性规则,如禁止内幕交易、操纵市场等;二是无相关义务前提下,行为人不得有不实或欺诈的行为和结果发生,否则将承担不利的法律后果。考虑到我国金融市场准入的不断开放,证券发行与交易活动的国际化及以这两类活动而形成的证券市场国际化,诸如“沪港通”和“深港通”制度的推出、“沪伦通”制度的推进、CDR制度和中欧国际交易所D股市场的建设,确立我国反欺诈机制的域外管辖效力是必要的。综合上述因素,建议《证券法》修改时增设以下条款:“在证券的发行、交易以及为前者提供服务的活动中,不得有虚假、误导、操纵等欺诈行为,若上述行为发生在我国境内或对我国产生了可预见的实质性影响,行为人应承担相应的法律责任。”

#### [参考文献]

- [1]傅穹,曹理.禁止内幕交易立法理念转换及其体系效应——从反欺诈到市场诚信[J].法律科学(西北政法大学学报),2013,(6):71~81.
- [2]胡晓珂.证券欺诈禁止制度初论[M].北京:经济科学出版社,2004.
- [3]卢代富,刘云亮.诚实信用原则的经济法解读[J].政法论丛,2017,(5):30~37.
- [4]冉昊.对物权与对人权的区分及其实质[J].法学研究,2005,(3):103~105.
- [5]万国华,杨海静.论反欺诈原则在证券法中的确立——对诚实信用作为证券法基本原则的反思[J].南开学报(哲学社会科学版),2015,(1):119~129.
- [6]于飞.公序良俗原则与诚实信用原则的区分[J].中国社会科学,2015,(11):146~162.
- [7]郑勇.诚实信用原则在证券法中的重述与建构[J].理论学刊,2017,(6):141~147.
- [8]朱锦清.证券法学(第三版)[M].北京:北京大学出版社,2011.