

# 论违反融资融券交易规则的侵权责任

——以规范目的论为视角

王 灏

(中国法学杂志社, 北京 100081)

**摘 要:** 保护投资者的合法权益是融资融券交易规则的应有之意, 不容忽视。美国司法实践表明, 以规范目的论为视角, 可以通过转介条款将违反融资融券交易规则的行为纳入到侵权法体系中, 从而实现对投资者利益的保护。需要注意的是, 违反融资融券交易规则的侵权责任并非没有界限。当投资者具有故意引诱行为时, 加害人可以投资者存在与有过失为由要求减轻或免除侵权责任。经由司法实践发展而来的违反融资融券交易规则的侵权责任, 有效地弥补了行政管制的不足, 对于维护证券市场秩序具有重要价值。我国应当首先明确融资融券交易规则具有保护投资者权益的规范目的, 并以此为基础进行法律解释, 逐渐构建《侵权责任法》体系内违反融资融券交易规则的侵权责任。

**关键词:** 融资融券; 交易规则; 规范目的; 侵权责任

中图分类号: DF526 文献标志码: A

DOI: 10.3969/j.issn.1001-2397.2019.04.05 开放科学(资源服务)标识码(OSID):



2017年7月14日至15日, 第五次全国金融工作会议在北京召开, 会议明确提出要进一步强化金融监管, 提高防范化解金融风险的能力, 加快相关法律法规建设, 并将防控金融风险作为深化金融改革的重要任务之一。同年8月4日, 最高人民法院发布《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》(法发〔2017〕22号), 强调在金融审判工作中应有效防范化解金融风险, 切实维护金融安全, 促进资本市场的持续健康发展, 加强投资者民事权益的司法保护, 维护投资者的财产安全。2018年3月28日, 中央全面深化改革委员会第一次会议通过了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》, 以进一步落实“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”的改革要求。2018年4月28日, 中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》, 致力于规范金融机构资产管理业务, 积极预防各类金融风险, 促进金融监督管理部门实施有效监管。2019年, 全国多省积极响应金融体制改革政策, 为化解金融风险、规范金融行为、提高监管效率、

收稿日期: 2019-03-30

作者简介: 王灏(1979)男, 辽宁沈阳人, 中国法学杂志社副研究员, 法学博士。

维护金融秩序而结合自身金融发展难题、金融监管障碍,出台相关政策文件,包括四川省、新疆维吾尔自治区、陕西省<sup>①</sup>。作为一项基础性的证券交易类型,融资融券交易具有提高证券市场流动性、稳定证券价格和完善价格形成机制等积极作用,但也可能助长投机心理,引发信用规模的过度扩张甚至加大证券市场波动幅度。概言之,在融资融券交易中,机遇与风险并存。因此,有必要在法律制度层面构建一个有效的监管体系,从源头上遏制风险的发生,保证融资融券交易的健康运行。当前,法学界关于融资融券交易制度的研究主要集中在债权担保结构和公法层面的监管,鲜有私法视角甚至侵权责任的视角<sup>②</sup>。基于此,本文将从规范目的论的角度出发,借鉴美国司法判例成果,对违反融资融券交易规则的行为进行探讨,在我国《侵权责任法》的基础之上,建构我国违反融资融券交易规则的侵权责任,以利于我国融资融券监管体系的建构与完善。

### 一、规范目的论与侵权责任

侵权责任旨在权衡行为自由与权益保护,确定损害赔偿,并就责任范围作出合理界定。可见,在侵权责任中需要解决两大问题:判断侵权责任的成立与确定侵权责任的范围。而解决这两大问题的前提是,准确判断侵权行为与权利受侵害之间是否具有因果关系,以及权利受侵害与损害之间是否具有因果关系。对此,理论上存在条件说、相当因果关系论、合理可预见说和规范目的论等观点<sup>[1]</sup>。其中,规范目的论强调侵权行为所产生的损害赔偿应建立在探明其所涉及的具体保护性规范的规范目的的基础上。其理论依据有二:一是,行为人对其所侵害行为所生的损害是否负责系法律问题,属于法之价值判断的范畴,应结合其所违反的具体规范目的加以判断,如此方才妥当。法律乃人类意志的产物,具有一定的目的,受目的律的支配。因此在判定侵权责任之时,对法律条款的解释与适用理应遵循具体规范的规范目的。否则,可能与法律规范的本意相悖。二是,相当因果关系在“实务上多未明确分别条件关系及相当性,依序加以检查认定,多概括地依相当因果关系(Adequate causation)加以论断,亦未区别责任成立因果关系及责任范围因果关系加以说明”<sup>[2]</sup>。规范目的论的提倡者克默雷尔认为,在损害赔偿范围的划定上,重要的是确定损害所依据的“规范的保护目的及保护范围”,而非相当因果关系<sup>[3]</sup>。在德国,多数观点也认为,规范目的论对侵权责任的认定具有积极作用,故应当将相当因果关系与规范目的论结合起来,对行为人侵权责任的成立及范围进行判断。具体而言,首先分析损害与侵权行为是否具有相当因果关系,然后对具体保护性条款的规范目的进行审视,在此基础上判断侵权责任是否成立,进而确定损害赔偿的合理范围。事实上,在英美法国家,规范目的论经常作为法院认定侵权责任成立、确定最终责任承担范围的依据<sup>③</sup>。我国司法实践中亦有之,法官在进行价值判断之时往往通过探求规范目的的方法来认定侵权责任的成立或明确损害赔偿的范围<sup>④</sup>。

<sup>①</sup> 参见:四川省出台的《四川省地方金融监督管理条例》(2019);新疆维吾尔自治区出台的《关于加强金融服务民营企业的实施意见》(2019);陕西省出台《关于完善国有金融资本管理的实施意见》(2019)。

<sup>②</sup> 参见:向逢春. 论让与担保在我国实施的社会基础—以市场经济活动中进口押汇和融资融券关系为范例[J]. 政治与法律, 2013(3): 103; 李艳. 融资融券法律机制研究[M]. 北京: 法律出版社, 2011: 172; 楼建波. 化解我国融资融券交易担保困境的路径选择[J]. 法学, 2008(11): 84-97; 高翔. 信用交易监管: 国际比较及借鉴[J]. 证券市场导报, 2007(9): 43-49.

<sup>③</sup> 参见: Schmitz v. Canadian Pac. Ry. Co., 454 F.3d 678 (2006)。

<sup>④</sup> 参见: 北京市第三中级人民法院(2014)三中民再终字第09077号民事判决书; 上海市浦东新区人民法院(2012)浦民一(民)初字第37929号民事判决书; 山东省沂源县人民法院(2015)源民初字第1037号民事判决书。

规范目的论对侵权责任认定的具体影响主要体现在以下三个方面:第一,确定规范所保护的主体范围;第二,厘清规范所保护的利益界限;第三,明确规范所规制的损害类型及损害方式。具言之,首先,被害人须为加害人违反的法律规范所意欲保护的主体。否则,即使损害存在受害人,亦不可依据该具体的法律规范要求加害人承担侵权责任。其次,受害人受损之权益必须在该法律规范的目的所涵盖的范围之内。最后,损害的种类与损害的发生方式须为该具体法律规范所调整。正如梅迪库斯教授所言,“任何一项损害赔偿请求权的成立,还要有可予以赔偿的损害。此可予以赔偿性,尤其要求该损害属于请求权规范的保护范围”<sup>[4]</sup>。由此可见,规范目的论的核心在于探究具体法律规范本身彰显的规范价值及其意欲实现的规范目的。任一法律规范均服务于一定的目的,这里的目的是通过对责任基础规范或被侵害之权利的意义进行解释来确定。质言之,在规范目的论中,侵权责任成立与否的判断以及损害赔偿范围的确定是通过对具体法律规范的意义与射程(range)进行展开分析而解决的。因此,规范目的论的运用,需要借助解释学的方法与类型化的思维,结合具体案件就法规所保护的主体范围、法益范围等方面进行具体分析,并以此为依据确定行为人是否承担侵权责任。至于如何探明规范目的,需通过具体的法律解释获得,在终极意义上归结为公平正义之价值判断。

除了在判定侵权责任的成立和损害赔偿的范围上发挥着积极作用之外,规范目的论还是实现公法与私法之间有效衔接的重要纽带。近年来我国风险事故时有发生,风险社会的特性逐渐显露,在公法层面制定行之有效的管制规范是国家应对风险、实现风险预防目标的重要措施<sup>[5]</sup>。管制规范所采取的是一种特殊的规范命令句:规定行为人在一定情境中“可以”或“应当”作为或者不作为,也即课以规范所调整的对象一定的作为或不作为义务。通常情形下,对此类义务的违反将负担公法上的不利益。然而,在公共层面之外,其亦可能涉及私人层面。如此看来,公法层面的管制规范与私法层面的自治规范之间系一种“多层而交错”的关系,不可能完全被区隔开来。证券立法亦不例外,其中渗透着浓郁的公法因素。证券立法所调整的范围,不仅包含上市公司、证券公司、投资者等平等主体之间的私法关系,亦兼有证券市场主体与证券行政监督管理部门之间的公法关系。在我国融资融券交易中,为了防止财务杠杆过高引发信用风险,法律确立了证券公司开展融资融券交易的基本规则,即属管制规范。

需要注意的是,如果仅通过课以不法行为人公法上的责任,可能无法有效保障管制效果的实现。此外,该类管制规范在维护公共利益与社会秩序的同时,可能暗含保护个人利益的规范意旨,故仅凭公法上的责任不仅无法对此类利益进行救济,更无法充分实现管制规范的最终目的。解决该问题的关键在于,在私法上寻得连接公法与私法的通道,把公法规范转介到私法体系中来。这种通道在法律上被称为“转介条款”。《德国民法典》第823条第2款和《美国侵权责任法重述》第286条关于违反“保护性规范”侵权责任的条款即为转介条款。而打开转介条款通道的钥匙,便是明确具体的管制规范具有保护个人利益的规范目的,即管制规范属于“保护性规范”。如欲获取该钥匙,则须借助法律解释的方法。具体而言,仅当具体的管制规范具有保护个人利益之规范目的时,始能基于个人法益之保护,经由转介条款将违反相关管制规范的行为纳入侵权责任的调整范畴之内。这就要求,在司法裁判中,法官应当在合理限度内发挥其主观能动性,理性地界定管制规范所保护的利益范畴,即规范目的之所在<sup>[6]</sup>。

可见,规范目的论对公法规范与私法规范连接,主要是通过“规范目的探究+转介条款”这一模式来实现的。质言之,基于私法规范与公法规范所彰显的“规范目的”的一致性,经由转介条款,可实现私法与公法之间在特定目的范围内的接轨。总而言之,对于侵权责任来说,规范目的论不仅在认定

侵权责任成立与确定责任承担范围方面提供了有效的判断依据和标准,也在法律体系内部促进了公法责任与私法责任的融合,从而实现了法的安定性与社会妥当性之间的有机协调,形成了更为有效的法律调整格局。需要注意的是,上述作用的发挥离不开对具体法律规范目的的探明。至于如何判定具体法律规范的目的,即其意欲防范之危险,确非易事。

## 二、融资融券交易规则之规范目的辨析

融资融券交易规则,是指在融资融券交易过程中从事融资融券业务的证券经纪机构必须遵循的法定要求。基于规范目的论与侵权责任之间的密切关系,可以发现,探明融资融券交易规则的规范目的是理解融资融券交易规则的重要前提,也是设置相应的具体法律制度,包括预防机制、实现机制与救济机制的重要基础。在融资融券交易规则的规范目的方面,防止证券信用交易过度,维护市场稳定已成通说。至于在此目的之外是否存在保护投资者利益的规范意旨,尚存有争议<sup>[7]</sup>。本文认为,融资融券交易规则属多重规范目的的结合体,涵盖保护投资者利益的规范目的。投资者是证券市场的核心,是证券市场得以有效运作的资本来源。因此,融资融券交易作为证券市场的重要组成部分,其规则理应遵循保护投资者利益的基本规范要求。具体理由如下:

### (一) 维护投资者合法权益是立法之本意

保护投资者利益,确保市场公平、有效和透明,减少系统风险是证券市场监管的三大目标。从成熟市场的发展历程来看,无不把保护投资者利益作为证券立法的重要目的。任何国家的证券立法都不可能不对投资者利益的保护置若罔闻,否则证券市场必然无法正常运行。在融资融券交易相对发达的美国,法院也多认为保护投资者利益是融资融券交易规则立法本意。法官主要根据相关立法文件来探明交易规则的规范目的,其中,美国州际对外贸易委员会(House Committee On Interstate and Foreign Commerce)的一份报告最为重要,被认为是1934年《美国证券交易法》最为权威的立法文件。报告明确指出,融资融券交易规则的规范目的并不在于增强融资融券交易中证券经纪商等主体实现债权的安全性。这是因为,即使交易规则对此不作限定,该类主体也会在交易中采取相应的债权担保措施,提高其债权实现的可能性。其主要规范目的实际上是对融资融券交易进行合理控制,防止过度的信用交易。而保护融资融券交易中小投资者的利益虽非立法者的主要目的,却是防止过度信用交易的“副产品”<sup>①</sup>。概言之,虽然该报告并未将保护投资者利益定位为交易规则最主要的价值追求,但其指明了保护投资者利益是交易规则所欲彰显的目的之一。在“Bowman v. Hartig、Moscarelli v. Stamm”等案件中,法院均通过转引上述报告中的观点,说明融资融券交易规则具有保护投资者利益的重要目的<sup>②</sup>。此外,1934年《美国证券交易法》的起草人之一 Thomas G. Corcoran 也曾明确指出,证券交易法中融资融券交易规则的一个重要规范目的便是,保护证券市场中的“羔羊”:中小投资者。其认为交易规则的主要规范目的有两个:一是维护证券市场的稳定,防止过度信用交易及其可能引发的证券市场波动;二是保护证券市场中参与融资融券交易的中小投资者。由此可见,保护融资融券交易中的中小投资者的

<sup>①</sup> 参见: The Report of House Committee on Interstate and Foreign Commerce, REPORT ON H. R. 9323, H. R. REP. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 8 (1934).

<sup>②</sup> 参见: Bowman v. Hartig, 334 F. Supp. 1323 (1971); Moscarelli v. Stamm, 288 F. Supp. 453 (1968).

合法权益既是交易规则的应有之义,又是交易规则的一项重要目标。

### (二) 投资者合法权益得到有效保障是融资融券交易有序进行的客观基础

融资融券交易是一把“双刃剑”。一方面,投资者可借助融资融券交易本身的财务“杠杆效应”突破自由资金或证券的限制,拓展其从事证券投资业务的能力。这不仅有助于增加投资收益,也有利于实现投资机多元化。另一方面,其以小博大的杠杆机制容易引诱投资者偏离理性的轨道,使其盲目通过融资融券交易扩大投资规模,这无疑放大了投资风险。理性投资者应当在自由资金与证券的基础之上,在合理限度内进行融资融券交易。融资融券交易规则实际上就是以立法的方式确定具体的交易规则,以法律的强制力抑制投资者的过度欲望。随着金融创新的不断深入,投资者的知识与经验往往难以达到处理复杂证券投资所需要的水平,故投资者“理性人”假说在现实中也逐渐为追逐利益的泡沫所替代。因此,必须经由证券立法来扭转证券投资者的非理性行为。投资者适当理论要求,证券经纪商所提供的产品和服务应当与投资者的财务状况、投资目标、风险承受能力、投资需求以及知识和经验等相匹配<sup>[8]</sup>。也就是说,法律应当在平衡相关主体利益的基础之上,确定公平合理的交易规则,有效化解投资者的不利风险。对此,日本、韩国以及我国台湾地区在引入融资融券交易的同时,都通过立法明确了多层、有效的监管制度以规范融资融券交易行为,如设定主体准入资质、初始保证金、维持担保比例或维持保证金等<sup>[9]</sup>。

### (三) 保护投资者合法权益的私法救济性是对行政规范的重要补充

强调融资融券交易中管制规范所具有的保护投资者利益的规范目的,可实现利用私法责任机制以强化监管。社会环境日趋复杂,而行政监管的手段和成本有限,这使得仅凭行政监管对相关行为进行规制略显不足,已无法对违法行为进行全面有效地规制。基于此,各国证券立法在明确交易主体行政责任的同时,还对其相应的民事责任进行了详细规定。大陆法系民法典为公法进入私法预留了三条通道:一是违反强制或禁止性规定的法律行为无效;二是违反保护性规范的行为须承担侵权责任;三是对物权行使的限制。三者均旨在通过强化私人执法的效果,补充行政规范调整的不足<sup>[10]</sup>。因此,在融资融券交易中,强调对投资者利益的私法救济,有利于强化法律执行效果。更为具体地说,私法救济能够促进公法规制目的的实现。在美国司法裁判中,法官也多基于此种考虑来论证私法救济的合理性。在“Jennings v. Boenning & Co.”等案件中,法院认为,通过明确融资融券交易规则保护中小投资者利益的规范目的,能够利用民事责任制度来弥补单纯依赖行政监管制度所存在的不足。质言之,赋予融资融券交易中的投资者民事救济手段,具有抑制违法行为的效用,有利于促进对融资融券交易的监管,是行政规范的必要补充<sup>①</sup>。对此,行政监管机关亦持支持态度。在美国,证券交易委员会(SEC)是负责监督具体交易规则实施的主要机构。SEC在其执法过程中认为,交易规则具有保护投资者利益的规范目的。在司法实践中,SEC还常以投资者临时顾问的身份,参与到保护融资融券交易投资者的民事诉讼中<sup>②</sup>。可以说,SEC对待违反交易规则的私力救济的态度,源于其认为交易规则具有保护投资者利益的规范目的。

综上所述,实践中明确交易规则维护投资者利益的规范目的具有重要的现实意义。随着证券市场的不断发展,传统的公力救济手段将无法实现对融资融券交易的有效规制。此时可通过法律解释,将

① 参见: Jennings v. Boenning & Co., 388 F. Supp. 1294 (1975)。

② 参见: Warshow v. H. Hentz & Co., 199 F. Supp. 581 (1961)。

融资融券交易规则所具有的保护投资者利益的重要规范目的予以明确。基于此,在融资融券交易中,一旦证券经纪商为追求自身利益的最大化而罔顾投资者的合法权益,投资者便可诉诸民事责任制度,以维护自身的合法权益。

### 三、违反交易规则之侵权责任的法律实现路径

如果融资融券交易规则具有保护投资者利益的规范目的,那么就可以借助私法体系中的转介条款,将违反融资融券交易规则的行为纳入私法调整的范围之内。这在私法理论层面上是完全可行的。同时,美国司法判例表明,此种路径选择在实践中亦具有可操作性。在美国,证券立法上关于融资融券交易的规则主要由两部分构成:一是1934年《美国证券交易法》第7条;二是联邦储备系统理事会(Board of Governors of the Federal Reserve System,简称FRB)所制定的规则T、U、G与X<sup>①</sup>。不可否认,这些规则在历经不断修改后已形成较为完善的交易规范体系。但无论是1934年《美国证券交易法》第7条还是FRB所制定的四大规则,都没有明确规定证券经纪商违反交易规则之时,投资者得请求该证券经纪商承担侵权责任并赔偿其损失的权利。法院的主要做法是,运用法律解释中目的解释的方法得出,交易规则具有保护证券投资者的重要规范目的,并结合《美国侵权法重述》第286条违反“保护性规范”的侵权责任,课以违反融资融券交易规则的证券经纪商侵权责任。《美国侵权法重述》第286条明确规定,违反法律明确规定或者未依照法律要求所为侵害他人利益的,行为人应当对受害人承担损害赔偿赔偿责任<sup>②</sup>。可见,《美国侵权法重述》第286条的规定属转介条款,通过此规定可将证券公司等行为延伸至私法体系之中,从而使得在私法体系内课以证券公司等主体侵权责任并赋予投资者损害赔偿请求权成为可能。

关于违反融资融券交易规则的侵权责任,美国法上最为著名的是“Remar v. Clayton Sec. Corp.”案。在本案中,原告是被告证券公司Clayton的客户。1946年6月11日,原告拥有100股National Skyway Freight公司股份,25个Textron公司的认股权证和100股Hytron Radio and Electronic公司股份,市值共计2250美元。在Clayton公司的建议之下,原告支付给Clayton公司1028.84美元,由Clayton公司安排原告向Montpelier国家银行借款5000美元。原告向Montpelier国家银行交付了一张本票,该本票以原告原有的证券和利用该5000美元购买的证券作为担保物,以担保债权的实现。在1946年12月9日,原告在被告的唆使下又给予该银行3783.41美元的本票,但未显示该本票是否附有相应的担保,亦未显示原告已将该本票利益转让于Clayton公司。在1946年至1947年7月31日之间,该银行和Clayton公司共同出卖了上述证券,并留有1707.72美元的空缺。原告认为Clayton公司的行为违反了规则T与规则U,导致其损失自有证券2250美元和1024.84美元。Wyzanski法官在审理中认为,被告Clayton公司的行为的确违反了《证券交易法》第7条关于融资融券交易的管制规定,导致了原告权益受损。基于该交易规则具有保护投资者合法权益的规范目的,被告的行为违反了《美国侵权法重述》第

<sup>①</sup> 规则T主要规范证券公司关于信用交易的经纪业务;规则U主要规范银行在融资融券中的地位、作用和行为;规则G主要规范银行、证券公司以外的金融机构的融资融券交易;规则X主要规范信用交易中借贷双方的权利与义务。(参见: Gareis, R. J., Jakubik J. W. The United States Securities Credit Regulations: How they Affect Foreign Borrowers and Foreign Lenders in Acquisitions of U. S. Companies [J]. Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation, 1982, 4(3): 292-293.)

<sup>②</sup> 参见: Restatement (Second) of Torts § 286 (1965) .

286 条的规定 因此受害人有权要求加害人承担侵权责任。<sup>①</sup>

在梳理美国法院判例的过程中可以发现 并不是所有的投资者均可据此主张损害赔偿。具言之, 损害赔偿请求权的主体受规范目的的限制。美国法院在司法裁判中认为 融资融券交易规则具有保护投资者利益的重要规范目的 但其保护的主体限于与证券经纪商具有交易关系的投资者 即必须是融资融券交易中的客户。简言之 当证券经纪商违反交易规则之时 享有损害赔偿请求权的主体只能是参与融资融券交易的特定投资者。例如在“Robbins v. Banner Industries, Inc.”案中 公司股东基于多种理由对公司董事提起民事诉讼并据此要求损害赔偿。理由之一为委托投票说明书未对股票质押进行披露 而该股票质押是之前公司董事在违反规则 T 的情况之下做出的 因此违反了《证券交易法》第 14 条。法院认为 在本案中 原告并非是融资融券交易中的客户 而是一个陌生人 其未能证明其自身属融资融券交易规则所欲保护的主体 故即使公司董事在质押股票时存在违反规则 T 的行为 其亦无理由要求损害赔偿。<sup>②</sup> 另有法院甚至将管制规范所保护的主体严格限制为受到证券经纪商引诱而参与融资融券交易的投资者。<sup>③</sup> 本文认为 此种限制过于苛刻。理由在于 投资者很难充分证明其是否因被引诱而参与融资融券交易。即使受到引诱 从根本上来说投资者所受到的危险 也是因证券经纪商未能严格遵守相应的行为规范所致。若做此限制 必然影响投资者利益保护目标的实现效果。

除了保护主体的限制 侵权责任的成立还须满足另一个要件 即损害与侵权行为之间具有法律上的因果关系。法律上因果关系的判断不免有法律政策考量的色彩。甚至可以说 法院对于法律上因果关系成立与否的判断与因果律无关 而纯属责任范围限制的范畴。其所考量的因素并非是因果律 而是被告如何承担责任方符合公平正义之理念与社会需求 实属法律政策决定的范畴。关于侵权责任中的因果关系 英美法经常以“最近原因”作为法律上因果关系的认定标准<sup>[11]</sup>。这就要求损害结果必须具有可预见性。在融资融券交易中 投资者的损失往往源于介入因素 即股票价格的下跌及随之发生的强制平仓。正是证券经纪商的违法行为才致使投资者陷入危险之中并遭受损害 因此这种结果是可预见的。在可预见性要求之外 损害的类型必须为规范目的所囊括。换言之 投资者必须证明其所受到的损害是由交易规则所规制的“特殊危险”所引发的。例如 在“Glickman v. Schweickart & Co.”案中 法院明确指出 如果投资者所受之损害并非管制条款意欲调整的范围 那么受害人无权主张侵权责任。<sup>④</sup> 究其本质 最终责任的承担应满足法律上因果关系的要求。与此同时 需要注意的是 证券交易是技术性极强的市场活动 对行为与结果之间因果关系的认定还必须在技术上具有可行性 故法律在截取具体因果关系链条之际应体现审慎规制态度<sup>[12]</sup>。

由此可见 对于违反融资融券交易规则的行为而言 美国判例深受规范目的论的影响。具体而言, 对规范目的进行探明 可将融资融券交易中的管制规范与侵权责任连接起来。同时合理地限制损害赔偿请求权的主体和可以主张侵权责任的损害类型。不仅如此 其亦要求法官必须在规范目的范围内做出合理的价值判断。因为侵权责任是调和他人利益与行为人自由的结晶 故无论法律规定还是司法裁判 都应当在双方利益之间发挥平衡作用。否则 这无疑是对法官自由裁量权的滥用。

① 参见: Remar v. Clayton Sec. Corp., 81 F. Supp. 1014 (1949)。

② 参见: Robbins v. Banner Industries, Inc. 285 F. Supp. 758 (1966)。

③ 参见: Levine v. J. N. Russell & Co., 318 F. Supp. 1162 (1969)。

④ 参见: Glickman v. Schweickart & Co., 242 F. Supp. 670 (1965)。

#### 四、投资者与有过失对侵权责任的限制

基于公平正义的理念,当受害人对损害的发生或扩大亦存在过错之时,加害人的损害赔偿责任可获减轻或免除,这是各国立法普遍承认的基本规则。在违反融资融券交易规则的案件中,美国法院遇到的最为棘手的问题是,作为被告的证券经纪商等主体,能否以作为原告的投资者在融资融券交易中存在过错为由,要求减轻或免除责任。这就涉及“与有过失”(Contributionary Fault)问题。与有过失是指,原告本身存在疏忽,并且在其诉称的因被告过错而导致的损害中,原告的过失亦构成损害发生原因的部分或全部。<sup>①</sup>具体而言,其法律效果有二:一是与有过失将会影响原告关于损害赔偿的诉求,即排除责任;二是与有过失将会影响被告在诉讼中的责任程度,即减轻责任<sup>[13]</sup>。与有过失的法律依据在于,在被害人存在与有过失的情形中,加害人行为的违法性和非难可能性均因此而降低,同时加害人行为与损害之间仅存在部分因果关系甚至没有因果关系。在违反融资融券管制规范的侵权诉讼中,被告往往主张该融资融券交易违反了相应的管制规定,且原告实际上参与了该违法交易,因而原告同样违反了1934年《美国证券交易法》第7条和FRB的相关规则。

然而,在司法实践中,美国大多数法院认为,不能够仅凭投资者参与违反交易规则的融资融券交易这一事实,就否认该投资者的损害赔偿请求权。无论1934年《美国证券交易法》第7条,还是FRB中关于融资融券交易的具体规则,都未明文规定融资融券中的交易规则针对的是投资者。相反,法律明确规定了证券经纪商等主体必须遵循这些交易规则。质言之,违规的融资融券交易并不必然意味着投资者存在与有过失,亦无理由径直排除投资者的损害赔偿请求权。这是因为,在融资融券交易中,投资者的权利受损并不是因为其在主观上存在过错,而是因为缺乏足够的能力对该合法利益予以保护。正因为如此,当证券经纪商违反交易规则时,法律应当对投资者的损害进行必要的救济,也即驳回证券经纪商关于原告与有过失的抗辩。需要注意的是,对待该类抗辩的态度不可一概而论,在特定条件下其亦可能成立。研究美国法院判例后可以发现,证券经纪商等主体对投资者与有过失的抗辩得以成立的情形主要包括以下两种:

其一,投资者明知证券经纪商违规交易而未及时通知或提醒的,应当认定投资者在主观上具有过错,此时证券经纪商可以根据与有过失规则对抗投资者损害赔偿的请求。简言之,投资者在违规融资融券交易中,主观上持积极主动违规态度时,以与有过失为由的抗辩成立。以“Gordon v. duPont Glore Forgan Inc.”案为例,证券公司与投资者签订的融资融券协议中,双方约定的保证金额度低于纽约证券交易所的最低要求25%,也就是说,投资者的保证金长期处于低于正常规定的状态。这种违规融资融券交易本系证券公司的疏忽所致,然而,在此期间原告发现了证券公司的错误却未采取任何更正措施。其后,投资者未能及时补足保证金差额,证券公司遂进行了强制平仓。原告由此认为证券公司的行为损害了其自身的合法权益而提起民事诉讼。法院认为,原告具有丰富的证券交易经验,却在明知证券

<sup>①</sup> 英美法上的与有过失制度起源于19世纪的判例。起初,与有过失属于完全抗辩,被告只要指出原告对损害的发生存在与有过失,那么则免去其损害赔偿责任。之后,经由判例法的发展,与有过失演变为部分抗辩,被告在证明原告存在与有过失时,被告的损害赔偿赔偿责任将会相应减少。(参见:White G. The Emergence and Doctrinal Development of Tort Law, 1870 - 1930 [J]. University of St. Thomas Law Journal, 2014, 11(3): 492.)



公司的行为违反了融资融券交易规则的情形下“熟视无睹”未加通知与提醒,亦未主动要求证券公司加以改正,这种“不作为”实际上阻碍了其诉求的实现<sup>①</sup>。本案投资者“主观上积极主动”与证券经纪商“疏忽大意且未能及时发现”之间形成了鲜明对比,实为法官否认投资者损害赔偿请求权的原因所在。

其二,投资者在融资融券交易中存在欺诈行为,违反融资融券交易中法定交易规则的,证券经纪商可依据与有过失规则对抗投资者损害赔偿的诉讼请求。易言之,在此种情形下,投资者无法依据交易规则享有损害赔偿请求权。以“Moscarelli v. Stamm”案为例,原告认为在融资融券交易中,证券公司对其授信额度超出了FRB制定的规则T所确定的界限。法院经审理认为,证券公司确有违反规则T的行为,但是该行为是因投资者与证券公司员工合谋欺诈而引起的。根据与有过失规则,法院否定了投资者的损害赔偿请求。法院认为,虽然1934年《美国证券交易法》第7条与FRB所确立的交易规则具有保护融资融券交易中投资者利益的规范目的,但这并不意味着投资者可以“肆意妄为”,仍有必要对投资者在具体情境下的行为加以考查,否则将有违公平正义,亦与交易规则的规范目的不相符合。法院认为本案与前案有所不同。前案投资者虽有主观上的过错但尚未采取积极的行为主动参与到违规交易中。而在本案中,原告Moscarelli主观上具有故意并与被告的员工有所共谋,且客观上采取了积极主动的违规行为。可以说,原告的欺诈行为才是损害产生的真正源头<sup>②</sup>。

本文认为,在第一种情形中,限制投资者的损害赔偿请求权有失偏颇。理由在于,任何人都不能因不知法律的存在进行抗辩。这就意味着,实际上投资者很难证明他们并不知道其所参与的融资融券交易存在违法的事实。如此一来,投资者要求证券公司承担侵权责任的诉求将极易落空。在“Pearlstein v. Scudder & German 与 Spoon v. Walston & Co.”案中,法院明确指出,就规范目的而言,1934年《美国证券交易法》及相关具体规则旨在禁止证券经纪商违反相关规定,而并不禁止投资者在知悉违规融资融券交易而仍然参与其中或者对此保持沉默<sup>③</sup>。基于此,投资者并没有及时通知与提醒的义务,故仅因投资者的“知情不报”而排除其损害赔偿请求确有不妥。至于第二种情形,本文认为,排除投资者损害赔偿请求的做法较为妥当。在该情形下,投资者已非证券市场中弱小的羔羊,其行为在客观上诱使证券经纪商进行了违规交易。质言之,其所面临的危险和遭受的损害均源自其本身的欺诈等引诱行为,此时理应否定投资者的私法救济以示对其不当行为的负面评价。

## 五、我国违反融资融券交易规则之侵权责任的法律建构

随着我国融资融券交易的不断发展,违规交易的现象日益频发。2014年中国证监会对45家证券公司融资融券业务进行了现场检查,其中发现,在融资融券交易中,部分证券公司存在违规为到期融资融券合约展期、向不适格的投资主体融资融券、未及时处分投资者的担保财产以及违规为客户与客户之间的融资提供便利等违法行为,导致了众多投资者的利益遭受损失<sup>④</sup>。目前,针对此类违规交易行

<sup>①</sup> 参见: Gordon v. duPont Glore Forgan Inc. ,487 F.2d 1260 (1973) .

<sup>②</sup> 参见: Moscarelli v. Stamm ,288 F. Supp. 453 (1968) .

<sup>③</sup> 参见: Pearlstein v. Scudder & German ,429 F.2d 1136 (1970) ; Spoon v. Walston & Co. ,345 F. Supp. 518 (1972) ,aff'd ,478 F.2d 246 (1973) .

<sup>④</sup> 参见: 中国证监会. 中国证监会通报2014年第四季度证券公司融资类业务现场检查情况[EB/OL]. [2019-5-12]. [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116\\_266711.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116_266711.html).

为 我国主要采取行政处罚。诚然 行政处罚虽然能够在一定程度上遏制违规行为 但证券监管机构的精力毕竟有限 无法充分、及时发现融资融券交易中可能出现的市场风险与道德风险 更无法对投资者利益进行有效的救济。美国法院通过规范目的论构建的违反融资融券交易规则的侵权责任 对我国融资融券司法裁判具有的启发作用。因此 在我国司法实践中 可以尝试在融资融券交易中导入侵权责任 以此充分调动广大投资者对违规交易行为的监督积极性 使违法者无处遁形。本文认为 应当通过法律解释的方法 促使融资融券交易规则与《侵权责任法》有效连接 将违法行为纳入私法调整范围之内 构建起我国法上的违反融资融券交易规则的侵权责任。结合当前立法情况与社会背景 建议从以下三个角度入手:

(一) 通过法律解释 矫正融资融券交易规则的规范目的 明确该交易规则保护投资者利益的重要规范价值

我国融资融券交易制度的基本体系 主要通过《证券公司融资融券业务管理办法》(中国证券监督管理委员会公告[2011]31号 以下简称《管理办法》)、深圳证券交易所发布的《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》以及上海证券交易所发布的《上海证券交易所融资融券交易实施细则》构建起来 为从事融资融券业务的证券公司确立了基本的行为准则。具体而言 证券公司在从事融资融券交易之时 应严格依照《管理办法》和沪深两市的《实施细则》 收取初始保证金、明确维持担保比例、合理安排展期和进行强制平仓 等等。然而 在对《管理办法》和《实施细则》进行研读后可以发现 对于融资融券交易的规定多集中在债权担保这一章节中。同时 我国对融资融券交易私法理论的研究 也主要从债权担保的角度出发。这便容易引发一种误解 即误认为此类交易规则均旨在规范债权担保。不可否认 通过合理有效的债权担保结构 明确投资者与证券经纪商之间的权利义务关系、保障融资融券的顺利进行是融资融券交易结构中的核心内容。但须注意 法律对融资融券交易中担保机制的态度较为严苛 保证金、维持担保比例、展期等内容均受管制规范的调整。故就其本质而言 此类法律条款主要为公法性质的管制规范 债券担保不过是其冰山一角 除此之外还具有更为重要的规范目的。法律规范目的在于维持整个法律秩序的体系性。也就是说 个别规定或者多数规定均应受此目的之支配 同时对任何条款的解释均不应与此目的相违<sup>[14]</sup>。《管理办法》第1条亦明确指出了该办法的目标 即规范交易行为、防范交易风险、保护投资者合法权益以及存进证券市场平稳健康发展。因此 我国融资融券交易规则实际上已经涵盖保护投资者利益的重要规范目的。需要强化的是 突破债权担保研究禁锢 通过法律解释 将交易规则保护投资者利益之规范目的确立起来。

(二) 在《侵权责任法》过错侵权一般条款的基础之上 建构我国违反融资融券交易规则的侵权责任

在交易规则保护投资者合法权益的规范目的得以确立之后 对于侵权之诉的相关案件 法官将予以受理并依法进行裁判。这就要求法官“找法” 即在我国法律体系中寻找合理的裁判依据 将违反交易规则的行为导入到侵权责任的规制范围内。然而 不同于《德国民法典》第823条第2款和《美国侵权法重述》第286条 我国《侵权责任法》并没有设置专门的具体条款对违反“保护性规范”的侵权责任予以明确。有观点据此认为 在我国侵权法领域并不存在一般意义上的转介条款 因而管制规范在侵权责任法上的影响较小<sup>[15]</sup>。本文则认为 径直否认此类管制规范与侵权责任法之间的可连接性确有

不妥。理由在于,《侵权责任法》第6条第1款就过错侵权责任作出了一般性规定<sup>①</sup>。而在过错概念客观化的背景下,行为人违反法定义务是判定其存在过错的重要途径。经由《侵权责任法》第6条第1款这一一般性条款,该违反法定义务的行为便被纳入私法调整范围内。具体到融资融券交易中,如果证券经纪商违反了交易规则所确立的某一法定义务,那么即可认为其存在侵权法上的“过错”,此时可依据《侵权责任法》第6条第1款要求证券经纪商承担相应的侵权责任,也即违反融资融券交易规则的侵权责任得以建构。

### (三) 藉由比较解释 参酌域外判例学说 厘定违规交易中侵权责任的具体界限

比较解释是指,比较研究外国立法例与相关判例学说,并将此作为解释法律的参考资料,以阐释其规范目的的方法。无可讳言,我国商事立法多受美国商事立法的影响,融资融券交易制度亦然,受法律移植的影响。故借鉴美国司法判例的相关观点诠释我国融资融券交易规则之意旨与违规交易的侵权责任,从客观上来说,可使交易规则本身原未明了之处获得澄清。本文认为,为了保护投资者利益,维护证券市场的持续健康发展,违反融资融券交易规则的行为可以经由《侵权责任法》第6条第1款被纳入至侵权法中予以评价。然而,侵权责任的成立与损害赔偿的范围是有限度的。具体而言,融资融券交易规则所保护的主体应当限于实际参与融资融券交易的投资者,同时投资者在融资融券交易中所遭受损害的权益也必须在交易规则所欲保护的范围之内。需要注意的是,法院对与有过失规则的适用应持谨慎态度,不可因投资者知悉交易违法而认为投资者存在过失,并以此为由减轻或者免除证券经纪商的侵权责任。唯有投资者以身犯险,故意引诱证券经纪商进行违规融资融券交易之时,才能基于损害的发生系投资者主动制造而认为投资者与有过失。如此,方能实现对违规交易行为在法律制度层面的合理规制,从而维护法律的公平正义。

## 六、结语

2006年以来,我国关于融资融券交易的相关法律制度相继出台,但直到2010年融资融券交易才真正开始试点。其根源在于,融资融券交易在激活证券交易的同时亦伴随着较大的风险。可见,风险控制是融资融券交易监管的核心环节,故行政监管作为风险防范的主要手段亦被寄予厚望。然而,在现代证券市场中,市场风险日益呈现多样性和复杂性,单纯依赖行政管制与行政处罚已无法实现全方位的风险防范。因此,在法律制度层面上应当摒弃公法与私法之间严格区分的旧有理念,转而重新审视公法规范与私法规范之间的关系。事实上,公法规范与私法规范在功能上可以实现互补与协调,二者并行不悖。合理的规范设置与法律解释,能够促使侵权责任与整个法律规范体系相互衔接,实现公私法规范的接轨与汇流。同时,在“规范目的”一致的范围内,行政责任与民事责任的综合效应得以发挥,有利于增加违法成本、降低执法成本,从而实现对违反融资融券交易规则行为的“合力围堵”。<sup>■</sup>

<sup>①</sup> 行为人因过错侵害他人民事权益,应当承担侵权责任。(参见《中华人民共和国侵权责任法》第6条第1款规定“行为人因过错侵害他人民事权益,应当承担侵权责任。”)

## 参考文献:

- [1] 郭明瑞. 侵权责任构成中因果关系理论的反思[J]. 甘肃政法学院学报 2013(4): 2-4.
- [2] 王泽鉴. 损害赔偿[M]. 北京: 北京大学出版社 2017: 85.
- [3] 顾祝轩. 民法概念史·债权[M]. 北京: 法律出版社 2016: 237.
- [4] 迪特尔·梅迪库斯. 请求权基础[M]. 陈卫佐, 田士永 等译. 北京: 法律出版社 2012: 170.
- [5] 焦艳玲. 论管制规范对侵权责任的影响[J]. 河北法学 2017(4): 63.
- [6] Forell C. Statutes and Torts: Comparing the United States to Australia, Canada, and England[J]. Willamette Law Review, 2000, 36(4): 866-868.
- [7] Climan R. E. Civil Liability Under the Credit - Regulation Provisions of the Securities Exchange Act of 1934[J]. Cornell Law Review, 1977-78, 63(2): 210-213.
- [8] 张付标, 李玫. 论证券投资者适当性的法律性质[J]. 法学 2013(10): 82.
- [9] 王小丽. 英美及亚太国家与地区融资融券业务监管制度分析[J]. 南方金融 2010(3): 40-42.
- [10] 苏永钦. 寻找新民法[M]. 北京: 北京大学出版社 2012: 257-258.
- [11] 陈聪富. 因果关系与损害赔偿[M]. 北京: 北京大学出版社 2006: 25.
- [12] 郑佳宁. 操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视[J]. 政法论丛 2016(5): 106.
- [13] Simons K. W. Victim Fault and Victim Strict Responsibility in Anglo - American Tort Law[J]. Journal of Tort Law, 2015, 8(1-2): 33.
- [14] 杨仁寿. 法学方法论[M]. 北京: 中国政法大学出版社 2013: 173.
- [15] 朱虎. 规制性规范、侵权法和转介条款[J]. 中共浙江省委党校学报 2014(3): 121.

## Tort Liability of Violating the Rules of Financing and Securities Lending: From the Perspective of Normative Teleology

WANG Hao

(China Law Society, Beijing 100081, China)

**Abstract:** The rules of financing and securities lending shall protect the legitimate rights and interests of investors, which should not be neglected. Judicial practice in the United States demonstrates that, from the perspective of normative teleology, the violation of the rules of financing and securities lending can be incorporated into the tort law system through referral clauses to protect the interests of investors. However, it should be noted that the tort liability of violating the rules of financing and securities lending is not without boundaries. When an investor conducts deliberate temptation, the infringer may claim it as a defense to mitigate or exempt tort liability. Therefore, the tort liability developed in the violation of the rules of financing and securities lending is significant for maintaining the order of the securities market and effectively making up for the deficiency of administrative control. China should first clarify the normative purpose of protecting the interests of investors in the rules of financing and securities lending, and establish the tort liability of disobeying financing and securities lending rules through legal interpretation within the scope of Tort Liability Law.

**Key Words:** financing and securities lending; transaction rules; normative purpose; tort liability

本文责任编辑: 林士平