

权证信息披露中证券交易所的 民事责任认定*

史伟东**

摘要: 陈某诉“白云机场”权证案引出证券交易所所在权证信息披露中的民事责任问题。基于交易所的法律性质、职能和相关司法解释,相关案件可定性为侵权纠纷案件,过错认定应遵循程序合法正当、形式审查、故意或重大过错的原则,因果关系应适用直接必然因果关系。

关键词: 权证 信息披露 证券交易所 民事责任

一、问题的提出

权证是一种股票期权,它是指权证持有人在规定期间内或特定到期日,有权按约定价格(行权价)向发行人购买或出售标的股票(正股),或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。权证是期权类衍生产品的基本形式之一,具有套期保值和风险管理

* 本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

** 上海市高级人民法院金融庭法官。

理的避险功能,同时也为不同风险需求的投资者提供了投资产品。我国证券市场从股改开始,陆续推出各类权证,与权证相关的各类纠纷也随之产生,法院陆续受理了武钢认沽权证和招商银行认沽权证的权证创设损失纠纷、白云机场认沽权证、南航认沽权证等的权证交易损失纠纷等。权证纠纷中比较突出的问题主要是权证信息披露引发的权证交易损失纠纷,投资者不仅将诉讼目标针对权证信息披露义务主体,还常常将证券交易所列为被告,要求证券交易所承担相应的民事责任,白云机场权证交易损失纠纷就是典型的案例:

2005年12月13日,广东机场集团作为发行人,发布白云机场认沽权证上市公告书,公告载明:广东机场集团无偿派发的24,000万份机场认沽权证,将于2005年12月23日起挂牌交易,标的证券为白云机场股票;权证类型为美式认沽权证;存续期为2005年12月23日起至2006年12月22日;行权价7元;行权期间为权证上市首日期满3个月后第一个交易日至权证到期日止的任何一个交易日,即2006年3月23日起至2006年12月22日等。

2006年3月20日、12月13日、12月14日,广东机场集团分别发布权证行权提示公告、权证终止行权提示公告和权证终止上市提示公告,均载明了系争权证存续期为2005年12月23日至2006年12月22日;权证存续期满前5个交易日,权证终止交易,但可以行权,即权证交易期为2005年12月23日至2006年12月15日(星期五);权证行权期为2006年3月23日至2006年12月22日。

投资人陈某自2005年11月起开始从事权证交易,对系争权证的交易始于2006年4月。2006年12月15日,陈某合计买入系争权证63,600份,卖出20,000份,收盘持有43,600份。因12月15日为该权证的最后交易日,陈某收盘持有的权证不能再交易。陈某认为,其并不知道12月15日为权证最后交易日,广东机场集团和白云机场未履行权证信息披露义务是导致其收盘所持有权证不能交易产生损失的原因,应赔偿其投资损失;上海证券交易所未履行信息披露的监管义务,

亦应承担连带责任。^①

该案中原告对证券交易所的诉求,涉及证券交易所在权证信息披露中的民事责任问题,是纠纷处理的关键之一。关于这一问题,笔者将进行分析探讨。

二、权证信息披露的特点

信息披露制度,又称为信息公开制度、信息公示制度或公开披露制度,是指在证券的发行、流通等环节中,将所发行或将发行之证券的相关信息完全、准确、及时地公开,以供投资者进行价值判断。^② 证券交易的信息披露向来是至关重要的,它既是投资者进行交易操作的重要参考依据,也是防范内幕交易、市场操纵、交易欺诈等行为的主要手段。因此,信息披露制度是证券法的核心制度之一,是证券市场公开原则的具体表现。权证信息披露是证券信息披露制度的一部分,与一般的上市公司信息披露相比较而言,权证信息披露具有以下特点:

(一)信息披露义务主体不同

上市公司信息披露义务的主体较多,主要包括四大类:首先是上市公司自身的信息披露,其次是投资者,主要是大股东、实际控制人和收购方的信息披露,再次是中介机构如券商、律师事务所、会计师事务所的信息披露,最后还有证券交易所的信息披露。^③ 权证作为证券衍生品种,《证券法》并未就权证信息披露作出具体明确的规定,证券交易所制定的相关规则中对权证交易的信息披露作了一些规定,根据上海证券交易所制定的《权证管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)的规

^① 参见上海市第一中级人民法院(2007)沪一中民三(商)初字第66号民事判决和上海市高级人民法院(2008)沪高民二(商)终字第2号民事判决。

^② 上证联合研究计划第17期,“沪港上市公司信息披露制度的比较与分析”报告, <http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/SSEDisquisitionAndPublicationAct>, 2010年10月6日访问。

^③ 郭锋主编:《全球金融危机下的中国证券市场法治》,知识产权出版社2009年版,第26页。

定,权证信息披露的义务主体是权证发行人和投资者,而从《暂行办法》的具体内容看,主要规定了权证发行人的信息披露义务,对投资者在何种情况下负有信息披露义务未作明确规定,深圳证券交易所制定的规则也有相似的规定。由此可见,权证信息披露的主体主要是权证发行人。另外,在权证的创设中,创设权证的相关券商,对创设权证的数量、上市时间等也有相应的信息披露义务。

(二) 信息披露的内容不同

根据《证券法》的规定,上市公司信息披露的内容相当广泛,既有上市公司财务变化情况、经营状况等公司内部重大事项,也有上市公司股票交易情况、股东变化情况等,通过信息披露,使投资者能公平获取上市公司重大信息并据此评估相关股票投资价值。而权证信息披露的内容相对比较单一,根据《暂行办法》的规定,主要涉及权证的交易期间、行权价格、行权比例以及权证的风险等内容的信息披露。^④但上述规定中均无对权证所对应的正股的公司内部重大事项等信息披露的要求。

(三) 信息披露的规范要求不同

上市公司信息披露的要求相当全面、规范。我国证券市场已经初步建立了比较完善的上市公司信息披露规范体系,包括四个层次:一是以《证券法》、《股票发行和交易管理暂行办法》为代表的法律和行政法规;二是最高人民法院和最高人民检察院制定的司法解释,如最高人民检察院和公安部在2008年发布的对不披露重要信息的刑事追诉标准等;三是中国证监会的部门规章,其中比较重要的是2007年发布的《上市公司信息披露管理办法》,比法律法规作出更为具体的规定;四是证券交易所的自律规则,对上市公司信息披露的具体内容、形式、时间都有比较全面、具体的要求,也是交易所对上市公司信息披露进行监管的

^④ 如《暂行办法》第4条规定:本所对权证的发行、上市、交易、行权及信息披露进行监管。第15条规定:发行人应当在权证存续期满前至少7个工作日发布终止上市提示性公告。第17条规定:本所有权根据市场需要,要求发行人和相关投资者履行相关信息披露义务。第8条第2款规定,权证上市申请经交易所核准后,发行人应在其权证上市2个工作日之前,在至少一种指定报纸和指定网站上披露上市公告书等。

主要依据。^⑤ 而权证交易由于出现的时间尚短,市场权证交易品种也不多,所以关于权证信息披露尚未建立较为全面、规范的规则体系,目前仅在交易所颁布的《暂行办法》中对此有所规定,具体的信息披露要求尚不十分明确、具体。

我们在处理权证信息披露案件中,在考虑证券交易所的民事责任时,在判断证券交易所监管过错和因果关系时,也应当充分考虑到权证信息披露的上述特点,否则必然会导致案件判决偏离合法、合理的轨道,影响案件的公正处理。

三、证券交易所在权证信息披露中的职能和民事责任的性质

(一) 证券交易所在权证信息披露中的职能

证券交易所在权证信息披露中,具有重要的作用。证券交易所的职能主要体现在以下两个方面:一是对权证信息披露人的信息披露行为进行监管。即审查、监督权证发行人等是否合规履行了信息披露义务,对信息披露人的违法违规行为进行处罚。证券法规定,证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人。《暂行办法》规定,交易所负责对权证发行、上市、交易、行权及信息披露进行监管。二是证券交易所制定权证信息披露的相关具体规则。如证券交易所依授权制定的《暂行办法》中,对权证信息披露作出了一些具体的规定。

(二) 证券交易所承担民事责任的性质

证券交易所制定权证信息披露的规则,对权证信息披露进行监管的行为,都属于证券交易所自律管理的范畴,从目前的权证信息披露纠纷的情况看,对证券交易所的诉讼主要也是针对证券交易所履行自律监管职能行为的,如上述案例就是如此。

关于证券交易所履行自律监管行为的可诉性,责任的性质是民事

^⑤ 郭锋主编:《全球金融危机下的中国证券市场法治》,知识产权出版社2009年版,第25页。

责任还是行政责任问题,历来争议颇多。有观点认为,交易所承担证券市场监管职能行为针对的是广泛的、相对不特定的市场主体,且系经法律或者行政机关授权,因此,不应成为民事诉讼中的主体。相反观点则认为,投资者可就其损失向法院提起民事诉讼,在当前法无明文禁止受理此类案件的情况下,主要符合法院受理民事案件的一般标准,即有明确的被告、诉讼请求及理由,法院即可进行审理。^⑥

其实,最高人民法院对于交易所自律监管行为的诉讼案件,制定了《关于对证券交易所监管职能相关的诉讼案件管理与受理问题的规定》,该司法解释虽然是针对管辖问题所作的规定,但是,也从一个侧面反映了最高人民法院对于此类案件是否可诉,以及诉讼的性质的态度。《最高人民法院关于对与证券交易所监管职能相关的诉讼案件管辖与受理问题的规定》第3条规定:投资者对证券交易所履行监管职责过程中对证券发行人及其相关人员、证券交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动做出的不直接涉及投资者利益的行为提起的诉讼,人民法院不予受理。由此规定至少可以得出以下结论,即涉及证券交易所履行监管职责过程中的行为,在符合一定条件的情况下,具有可诉性。而法院在受理后是按照民事案件还是行政案件处理,不会在根本上影响当事人的权利义务。在审判实践中,一些法院也已经将此类纠纷作为民事案件予以受理,并已做出了裁判。基于上述情况,对法院而言,作为民事案件受理此类涉及证券交易所自律监管行为的纠纷应已无太大的争议。

一般而言,民事责任包括违约责任和侵权责任,不同类型的民事责任,其归责原则也是不同的,由此,在探讨证券交易所在自律监管中的民事责任时,必须首先研究该种民事责任的法律性质。一般情况下,投资者若要就投资损失诉诸法律,会归咎于信息披露义务人的过错并要求赔偿损失。如权证发行人未尽信息披露义务,违反了信息披露的法定义务,侵害了投资者的合法权益,实际上是侵犯了投资者的交易知情权,故这类权证纠纷的法律关系应属侵权法律关系无疑。就投资者与交易所的法律关系而言,由于投资者通过交易所会员进场交易,投资者

^⑥ 应勇主编:《金融法制前沿》(2010年卷),法律出版社2010年版,第194页。

与交易所之间不存在直接的交易合同关系,交易所仅仅为交易提供平台和中介服务,因此,在投资者发生损失时,交易所与投资者没有契约上的权利义务关系。同时,交易所作为监管责任人,与投资者之间也不存在直接的合同关系,证券交易所履行权证信息披露监管职责的行为,实际上也是投资者行使交易知情权的重要基础和制度保障,其未尽监管责任实际上应是与权证信息披露义务人共同侵害投资者的交易知情权,是一种侵权行为。据此,权证信息披露纠纷中,如果投资者以交易所未尽监管职能提起的诉讼也应属于侵权之诉,据此,审理此类权证交易损失纠纷应按照侵权法律关系展开。

四、证券交易所在权证信息披露纠纷中的民事责任认定

如前所述,对于权证信息披露纠纷案件中证券交易所侵权责任的认定,应围绕侵权法律关系的构成要件进行。一般而言,法院在审理民事侵权纠纷案件中,主要对过错、损害、因果关系三项构成要件进行审查,在审理权证信息披露纠纷案件中,同样应当对上述三个构成要件进行逐一审查。其中,关于过错和因果关系的认定往往是法院审查的重点和难点。

(一)对过错的认定标准

过错是构成侵权责任的基础,而过错本身是一种主观状态,并通过当事人的客观行为表现出来,因此,法官在审判实践中采用什么样的过错认定标准,从哪个角度判断当事人的主观状态,必然会直接影响着对过错与否的认定。^①我们认为,在判断证券交易所权证信息披露监管中的过错时,不能脱离我国证券市场权证交易的实际情况,不能脱离权证信息披露的特点。目前的情况是,权证在我国证券市场中还是创新交易品种,权证数量不多,证券交易所对权证交易信息披露的监管经验不足,权证信息披露的规则也处于草创阶段,尚需进一步完善。在这样

^① 应勇、郭锋主编:《金融危机背景下的金融发展与法制》,北京大学出版社2010年版,第80页。

的市场背景下,法院在判断证券交易所的监管过错时,应遵循以下原则:

1. 程序的合法正当性原则

如前所述,证券交易所在权证信息披露中的职能之一,是制定权证信息披露的规则。证券交易所制定权证信息披露规则的行为,其性质是一种民事行为,还是行政行为目前尚无明确的结论,主要是由于对证券交易所的主体性质尚不明晰,但是至少该制定规则的行为具有抽象行政行为的色彩应是毋庸置疑的。由于交易规则对于证券市场中的不特定多数人发生作用,其制定过程需要适当的程序性保障是必然要求,否则,该规则的合法性就会受到市场的质疑,就不可能得到市场各方参与者的普遍认同和自觉遵守。因此,在审查交易所制定信息披露交易规则行为时,我们认为首先应当审查的是其制定程序的合法正当性。其中包括制定主体的合法性,制定过程的合法正当性,报批、备案、公布程序的合法正当性等方面。如果证券交易所在制定交易规则中符合合法正当性标准,就应当认定其没有过错。美国法院在近期的判决中,也确认了证券交易所制定交易规则的行为应当受到正当程序规则的制约。^④

2. 形式审查原则

从信息披露案件中反映的情况看,证券信息披露问题主要集中在以下方面:(1)信息披露不及时,即应当披露的信息滞后披露或者不披露,没有按照证券交易所规则规定的时间予以及时披露;(2)信息披露不真实或不准确,存在虚假披露或披露错误的情况;(3)信息披露不充分,即信息披露内容不完备或不完全,存在一些遗漏;(4)信息披露的表述不明确,容易使当事人产生误解;(5)信息披露的方式不适当,对于一些特别重大的信息,没有在标题、字体、版面上予以突出,使投资者在阅读时不易发现。上述信息披露错误或者不当行为,都会造成市场信息失真,并可能会严重误导市场投资者的投资取向与投资决策,扰乱证券市场的正常秩序。之所以产生上述情况,其直接原因是信息披露

^④ 应勇、郭锋主编:《金融危机背景下的金融发展与法制》,北京大学出版社2010年版,第87~88页。

义务人在进行信息披露时,存在一定程度的故意或者过失。

证券交易所处于监管一线,相对于证监会更清楚明了证券市场情况,容易洞察信息披露中的违法违规行爲,掌握第一手的信息资料,从而也比较容易对相关违法行为进行处理。但是,证券交易所对信息披露的监管,无非是采用事前的审查核准,或者事后的改正、处罚等手段。就证券交易所对信息披露的审查而言,我们认为要求证券交易所对信息披露的内容的真实性、合法性、完整性作实质性审查是不合适的。首先,从客观上讲,证券交易所对于信息披露的具体内容并不直接了解和掌握,其难以对此及时作出判断;其次,如果要求证券交易所对所有的披露信息进行核实,必然要耗费大量的时间,那么,信息披露的及时性就不能得到有效保障,信息披露就失去了价值。更何况证券交易所也没有足够的手段和能力进行调查。再次,目前,证券交易所所有数千个上市股票、债券、权证品种,每天的信息披露内容有成百上千条,要求证券交易所对这些信息披露内容逐一进行实质性审查,其在人力、物力上也是远远不能满足的。因此,就证券交易所的审查义务而言,只能是一种形式上的审查,即信息披露的内容、时间、方式等是否基本符合信息披露规则的具体要求。最后,证券交易所对信息披露的监管作用,主要还是体现在事后监管方面,即在事后发现信息披露存在问题后,及时要求相关信息披露人进行更正或者对其进行一定程度的处罚,从而维护证券市场的正常秩序。

3. 故意或者重大过错原则

《证券法》对信息披露人的侵权行为的归责原则的规定是比较明确的,但是对于证券交易所未适当履行信息披露监管义务的侵权行为应采用什么归责原则没有明确的规定。我国《侵权责任法》和《民法通则》等都将一般侵权行为的构成,以过错责任为归责原则。如我国《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。对于证券交易所在权证信息披露监管中的侵权行为为自然也应当采用过错责任原则。但是我国法律对“过错”没有一个具体明确的界定,即没有一个法定的概念。司法实务中,一般由法官根据个案的具体情况,依据法学理论,运用自由裁量权进行判断。

从法理上看,民事责任上过错的标准是比较明确的,包括故意、重

大过失和轻微过失三种情况。因此,一般我们可以把侵权责任法规定的过错理解为上述三种情况。但是,就证券交易所在权证信息披露中的监管责任而言,采用这一普通标准显然是过于简单化了。我们认为,在此种情况下,将“故意或者重大过失”作为归责原则是比较合理的。首先,与一般侵权不同,证券市场具有高度的专业性和复杂性,其本身就是一个高风险和高收益的市场,对投资者而言,在享受高收益的同时,承担高风险是非常合理的,其对可能的投资损失应当有一个比较合理、明确的预期。此时,如果侵权损害的发生和扩大并不是侵权行为人的故意或者重大过失造成时,却要求其承担全部的侵权赔偿责任,显然有悖于公平原则。^⑨ 其次,证券交易所毕竟不是权证信息直接的披露义务主体,而是权证信息披露的监管方;其监管的目的是保障市场整体的安全有效运行,而不是针对个别的投资者的行为;其也不是信息披露的利益获得者;再加上目前我国权证信息披露的法律、规则尚不完善。要求其承担严格的过错责任显然是不适当地加重了其监管责任。因此,在一些西方国家的立法中就明确规定,在一些情况下,侵权行为人只具有轻微过失时,可以不承担赔偿责任。如德国的《民法典》、《证券交易法》和《交易所法》中就规定了侵权行为人只对故意和重大过失承担侵权责任。

(二) 因果关系的认定标准——直接必然因果关系

因果关系是指行为与结果之间的引起和被引起的关系,其作为责任构成要件,主要的功能在于确定责任的成立、排除责任的承担、界定责任的范围。^⑩ 在证券侵权责任案件中,因果关系的审查是此类案件审理的难点和重点,因为证券市场投资者的投资行为产生损失的原因是多样的。我们认为,权证信息披露中,对交易所的监管行为和投资者损失之间的因果关系的认定标准,应当采用直接必然因果关系理论,也就是说,只有在认定交易所的监管过错行为与投资者的损失之间存在直接的、必然的因果关系的情况下,才能够判决交易所承担相应的侵权

^⑨ 应勇主编:《金融法制前沿》(2010年卷),法律出版社2010年版,第678页。

^⑩ 参见王利明:“我国侵权责任的体系构建”,载《中国法学》2008年第4期,第9页。

责任。之所以采用直接必然因果关系理论主要有以下几个方面的理由:

其一,在权证交易中,影响权证价格、造成权证交易损失的原因是多方面的,主要有三方面原因:一是信息披露义务人因未适当履行披露义务,遗漏或误导重要披露信息,致投资者难以准确判断、甚至错误判断而产生的损失;二是投资人自身对市场风险把握不当而产生损失;三是信息披露监管人没有尽到监管职责,直接造成投资人损失。

权证持有人买卖标的证券需在特定的期间按约定的价格进行,因此,权证价格与正股价格和权证存续期间的关系极为密切,相关信息内容必然会影响到权证的市场价格从而对投资者的投资损益产生影响。因此,权证信息披露人发布的有关权证信息内容是否完整、准确、及时,是权证投资人进行交易的基础,一旦信息披露存在虚假,必然会误导投资者的市场判断,从而给投资者造成损失。因此,相关信息披露的责任主体是否适当履行了披露义务,是导致权证交易损失的重要因素。

权证属于期权类衍生产品,具有套期保值功能,权证与股票的最大不同在于权证有明确的交易期间和存续期间,交易期间结束后就不能进行交易,存续期间结束后就不能进行行权,此时如果持有权证,就失去了价值。因此,进行权证交易的风险极大,如果投资者在开始进行权证交易时,对权证的相关交易期间和存续期间等信息不了解,就贸然进行交易,极有可能造成血本无归的不利局面。上述案例中,投资者的损失就是由于其不了解相关权证的基本信息所导致的。但是,由于权证可以进行T+0交易,即使是即将到期的已经没有价值的权证,投资者也可以利用权证价格的大幅波动进行买卖获取利润。而且,在权证交易期届满后,由于相应的正股还在进行交易,不能排除正股的价格在权证最后行权日期之前向投资者有利方向波动从而给投资者带来行权差价利益,投资者可以因为判断短期内正股价格的变化趋势而选择买入权证,等待行权。由于权证交易较强的投机性因素的存在,投资者进行权证交易目的具有多样性,这也给法院判断产生权证交易损失的原因带来极大的难题。因此,法院在判断因果关系时,应当考虑到投资者自身的因素,根据投资者的交易习惯和交易记录对投资者的损失原因作出准确、合理的判断。

根据《中华人民共和国证券法》第 102 条和第 115 条之规定,证券交易所负责监督证券交易,应当对信息披露义务人披露的信息进行监督,督促其依法及时、准确地披露信息。因此,证券交易所权证信息披露的法定监管人,负有权证信息披露的监管责任。如果证券交易所未能尽到信息披露监管职责,未能督促权证信息披露人按规定履行信息披露义务,也会导致投资者作出错误判断并因此产生损失的后果。因此,证券交易所不当履行信息披露监管责任,也是导致权证交易损失的因素之一。

但是,分析上述三种导致权证交易损失的原因,我们可以发现,因证券交易所信息披露监管行为不当而导致投资者交易损失的情况一般而言不可能单独存在,必然会伴随着其他两种因素的一种或者两种同时存在,因此,应当对各种因素对权证交易损失的原因力做出合乎情理的判断。

其二,应当考虑证券交易所在证券市场中的功能定位。证券交易所是证券市场交易平台的提供者,是证券交易的组织者,也是证券交易和信息披露的监管者,其履行监管职能的主要目的是保障证券交易的平稳有序进行,为市场的各方参与主体提供公开、公平、公正的交易环境。证券交易所自身并不从事具体的证券交易,证券价格的波动并不对其产生直接的影响。与之不同的是,无论是证券市场的投资者,还是各种信息披露义务人,他们才是市场的真正的利益相关方,证券的价格波动会对他们的投资产生直接的影响。而证券信息披露的核心,就在于将影响证券价格的事项及时、全面地市场公开,从而影响相关证券的价格,因此,证券交易所不是权证信息披露的直接受益或者受害方。正是基于上述原因,在国际上,将金融领域的监管者在开展正当监管时免受民事责任追究,作为一个通行的准则。这一原则的基本要件是,监管者应“处于善意而非恶意”,同时,监管者的监管行为是保护市场整体利益而非个别市场主体的利益,监管者通常只对市场整体负有注意义务,对个体不负注意义务,个别市场主体的损失如与监管者的监管不

当没有因果关系,不能要求监管者承担赔偿责任。^①

其三,从法律层面看,虽对此没有直接的规定,但在相关司法解释中似乎也可以解读出直接因果关系的原则。根据前述《最高人民法院关于对与证券交易所监管职能相关的诉讼案件管辖与受理问题的规定》第3条的规定,可以认为投资者对证券交易所履行监管职责过程中“直接涉及投资者利益”的行为可以提起诉讼,既然只有直接涉及投资者利益才可以提起诉讼,那么,在判断监管行为和投资者损失之间的因果关系时,也必然需要采用“直接的”因果关系与之相契合,这是一个问题的两个方面。

^① 参见周仲飞:“银行监管机构独立性的法律保障机制”,载《法学研究》2008年第1期,第48页。