

论证券交易侵权案件中损失额的确认 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/483/2021\\_2022\\_\\_E8\\_AE\\_BA\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E4\\_c122\\_483238.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/483/2021_2022__E8_AE_BA_E8_AF_81_E5_88_B8_E4_c122_483238.htm) 随着“银广夏”虚构利润7.45亿元丑闻的被揭露，我国证券市场自从“红光”股东索赔案以来证券投资者屡告不遂的证券交易侵权赔偿问题被再次提了出来，就连证券交易监管部门的高层官员也公开表示：鼓励股民通过民事诉讼维护自己的合法权益。近年来，我国证券市场违法、违规案件屡有风闻，从红光到大庆联宜，从琼民源到郑百文，从猴王到黎明，从三九医药到银广夏……，但损失惨重的广大被侵害的投资者得不到保护，这种现象与拥有1000余家上市公司、6000多万投资者的我国证券市场规模相比，极不相称，建立我国证券市场的民事赔偿制度刻不容缓。我国现有的法律体系中虽有一些关于证券交易中侵权赔偿的条款，但多是原则性的规定，缺乏可操作性。证券交易侵权赔偿诉讼中的一些根本性的问题尚未得到解决，诸如损失数额的计算确认、侵权行为与损害后果之间的因果关系、诉讼主体等等。目前还没有明确的法律依据或判例可供遵循，这也是以往这类案件屡告不遂的原因所在。上述这些存在的根本性问题之中，损失额的确认尤为重要和困难。提起赔偿诉讼的首要问题即是：要让人家赔偿多少？依据何在？如拿不出一个令人信服的结论，如何起诉？“无损害即无赔偿”。同时由于证券交易价格瞬息万变的特性，如何合理地确认损失额也不是容易的事，有人甚至将它称为“世界性的难题”。本文试就此作一探讨。

### 一、证券交易侵权案件中损失的一般概念

损失的概念源自侵权行为法，属

损害的分支。在侵权行为法中，损害是指对他人的财产或者人身造成的不利影响，包括财产损失、人身伤害及精神损害，损失即其中的财产损失。损失具有法定性、可补救性、确定性等特性，财产权和人身权遭侵害都有可能招致损失，损失又有直接损失与间接损失之分，直接损失是既得利益的丧失，现有财产的减损，间接损失是可得利益的损失，即未来财产的减少。证券交易侵权案件主要包括：证券欺诈纠纷、证券内幕交易纠纷、操纵证券交易市场纠纷、虚假证券信息纠纷等（不含发行市场即一级市场的侵权案件），这类案件中的侵权行为直接指向财产权，财产权是它的侵害目标，不涉及人身权遭侵害的问题。尽管财产利益的丧失也会造成人的精神上的压抑和不悦，但法律和司法实践不承认此种损害，故证券交易侵权案件中的损失为财产权遭侵害的损失。其次，由于证券交易具有价格的多变性、价格的不可预测性等特性，投资者的财产利益只有在特定的时间上才能被确认，在未来的某个时间段内，投资者持有的证券价格是升是降不能被确认，尽管高明的市场分析人士在一定程度上可作预测，但这种预测不被法律所承认。故证券交易侵权案件中的损失只能确认为直接利益、既得利益的丧失，即直接损失，而不能包括间接损失。需要明确的是：证券交易中的既得利益不同于通常所说的既得利益，通常说的既得利益是为当事人实际占有的，数额确定的利益，但证券交易中可能被侵害的财产利益是投资者持有的证券所体现的财产利益，在其卖出变现以前，数额仍然是不确定的，但在当前或之前一经卖出变现，则是实际可得到的、确定的，故应视为既得利益，即俗称的“帐面利润”属既得利益。如果证券投资者卖出证券

之后的财产利益再遭侵害，就不再属于证券交易中的侵权行为了。所以，证券交易侵权案件中的损失是财产权被侵害的损失，是直接损失，是证券投资者在遭侵权行为影响前后持有的证券所体现的财产利益的减少额。

## 二、证券交易侵权案件中损失的范围

证券交易侵权案件中损失的范围包含横向、纵向二个方面的内容。在横向方面，是指损失包含哪几个具体项目；在纵向方面是指损失体现在时间段上的期间，即计算损失的起止时间。

在横向方面，证券交易侵权案件中可能涉及的损失主要有：

- 1、证券交易价格的降低。交易价格的上升或下降是证券交易赢亏的指标，交易价格的降低导致投资者持有的证券价值减少是证券交易侵权案件中损失的主要体现。
- 2、利息损失。即证券投资者因支出货币购买证券而在持有证券期间丧失的该货币如在银行储蓄能带来的收益。
- 3、交易费用的支出。指买卖证券所必须支付的佣金、印花税、交割费等。
- 4、其他费用。如从事证券交易所需的误工、交通、通信等费用。

在上述三项中，第1项交易价格的降低毫无疑问属于证券交易侵权案件中的损失，对其余三项是否属于这里的损失，则有不同的意见。在国外有不同的做法，有的将“2”、“3”二项纳入损失范围，有的则将“3”纳入而剔除“2”，也有的将“2”限定为交易价格降低而致损失部分的利息。在国内学者的意见也不同，有学者认为应将上述“1”“2”“3”三项均纳入损失额之中，认为交易损失额“即交易者实际投资证券时支付的金额，与他卖出或提起诉讼时可获得金钱数额之间的差额”，“再补上买入到卖出这段期间按投入数额可得的银行利息”。笔者认为这种计算方法虽然简单易行，却有失公正、合理，先不说将买入、卖出

的差额直接纳入损失是否合理（下文将论及），将利息、交易费用（买入、卖出证券的金额之差已含交易费用）纳入损失之中，向侵权者索赔是不合理的，也是违反侵权行为法中侵权行为构成要件原理的，因为利息的丧失、交易费用的支出与侵权行为之间没有因果关系，任何人只要从事证券投资，就必然要付出这二项成本。尽管有的投资者在作出具体的投资行为（如购买证券的种类、数量、时间、价格等）时受到侵权行为（欺诈、发布虚假信息等）的影响，但总的来讲，其从事证券投资是自主决断的，对需要付出这二项成本事前是明确的，这一责任理应由行为人自己承担。反过来说，侵权者也不可能通过侵权行为获取这二项利益。故笔者认为：利息损失与交易费用不能包含在证券交易侵权案件的损失之中。至于为投资证券而支付的其他费用，如交通费、通信费、误工费等，同理也不能包含其中。此外，笔者认为证券交易侵权案件中的被侵害人为诉讼而支付的必要费用虽不属于案件中的损失，但在提出赔偿诉讼时，应作为赔偿项目之一纳入诉讼请求。因为在侵权行为法中，全部赔偿原则为侵权损害的赔偿原则之一，如果被侵害人为弥补损失而提起赔偿诉讼，反过来又造成了新的损失，则显然不符合这一原则。司法实践也对此作了肯定，如在朱时茂、陈佩斯诉中国国际电视总公司侵权案中，法院除判令被告赔偿损失以外，还判令被告承担原告为诉讼而支付的必要费用。在纵向方向，证券交易侵权案件中损失计算的期间如何确定，难度颇大，是证券交易侵权案件中的核心问题。对此，国内外各方有不同的主张，美国1933年证券法规定，损失计算的方法为：购入证券而支付的金额（不超过证券向公众发行时的价格）与

以下三种情况下证券价格之差：（1）提出诉讼时；（2）卖出时；（3）判决前被处理时。我国学者也有不同主张。归纳起来，这些主张的共同点是：计算损失额的起点是买入时，止点是卖出时或诉讼时（判决时）。对此，笔者认为不够公正、合理，众所周知，证券市场交易价格瞬息万变，价格波动是其固有属性，在任何一个时间段内证券交易价格总有差额，或正或负，通常来说都是正常的。侵权行为也会导致证券交易价格的波动，这是异常的波动。关键在于如何区分这二种不同的波动，只有异常波动造成投资者的损失才应由侵权者负责，否则有失公允。

1、关于计算损失的开始时间、初始价格。从字面理解，美国1933年证券法中规定的买入价，有二种可能：一是发行价格，即一级市场的原始股投资者购买的价格；二是交易市场（即二级市场）中在跌破发行价时买入的价格。本文讨论的是证券交易侵权案件中的损失问题，属二级市场。同时，在我国目前证券市场中，一级市场基本稳赚不赔，二级市场也鲜有跌破发行价的，在这二种情况下投资者购入的证券因遭侵权而受损失的目前还没有，尽管不排除以后会有，但至少目前在我国不适用以此作起点的损失计算方法。另外，照此方法，如按高于发行价买入的投资者遭侵权，其与发行价的差额将得不到赔偿，这是其一。

第二，以买入价作为计算损失的起点，把正常的市场因素导致的证券价格波动与侵权导致的异常波动混同了起来，由于证券市场的特殊性，侵权行为的实施与证券价格的波动不一定是同步的，在大多数情况之下价格波动滞后于侵权行为，且这一过程具有隐蔽性。遭侵害的投资者在购入证券时或侵权行为尚未实施或侵权行为已实施但未影响市场而令人知晓

（如明知存在侵权行为而购入该证券，则不属被侵害人），在此情况下证券市场的价格波动均属正常的波动，即便价格降低也不能归究于侵权者。第三，以买入价作为计算损失的起点将可能导致这样一种情况：投资者购入证券后在市场总体向好的背景下价格一路走高，在侵权行为实施后或开始影响市场后价格调头向下，但仍然高于买入价，即投资者仍然获利，只不过获利额小于未受侵害时。在此情况下投资者有无损失？能否起诉？答案将是否定的，由于有利的市场因素被侵权者享有，侵权者不仅无过反而有功了，显然不合情理。如前文所述，投资者在受侵害前的帐面利润虽未卖出变现，但可随时卖出变现，应视为既得利益，既得利益的减少，就是直接损失，岂能让侵权者脱了干系？笔者认为，应把侵权行为开始影响证券市场的时间作为计算损失的起点，即把此时投资者持有证券的价格作为计算损失差额的初始价。尽管实践中侵权行为在证券市场中发生作用不一定是骤然启动的，多数情况下是潜移默化的，不可能把时间精确到某日或某时。但这个时间在法律上则是可以确认的，可以监管部门、证交所、上市公司等披露的相关信息为准，即将披露相关信息的时间视为被披露的侵权行为（即证券市场的各种违法、违规行为）影响证券市场的时间，或者将监管部门查处公告中认定的时间视为侵权行为影响证券市场的时间，这二个时间可由被侵害者在起诉索赔时选择适用。这样不仅带来了实践上的可操作性，在理论上也是说得通的，因为侵权行为对证券市场的影响主要通过二个途径：一是信息传播，二是操纵交易，其实际影响市场的时间尽管有可能在上述的时间之前，但是证券市场上消息满天飞、真假莫辩也是其特点之

一，任何信息在未经合法确认以前只能作为一般意义上的消息，其对市场的作用也只能视为正常的。操纵证券交易的行为如未经监管部门查处认定，即便存在，投资者也无法举证起诉。当然，这个作为计算损失起点的时间不宜认定为具体的某一天（交易日），这个初始价格也不宜精确到某一交易日的收市价。由于证券交易价格瞬间变化的特性，把某一瞬间的交易价格作为投资者卖出变现的价格不具有代表性，宜将该初始价格设定为根据上述方法确定的侵权行为影响市场的时间前一个合理期间的平均交易价格。这个“合理期间”具体确定为多长时间？笔者认为可参照证交所交易规则中的相关规定，《上海、深圳证券交易所交易规则》第九十一条规定：对于连续三天以上（含三天）达到涨跌幅限制的证券，交易所对其实施停牌（暂停交易）半天，并予以公告。从中可以看出，交易规则把连续三天的交易行情作为判断行情异常波动的基本时间单位，故这里的“合理期间”不妨也确定为三天（交易日），即计算损失额的初始价格为侵权行为影响证券市场的时间前三个交易日的平均交易价格。

2、关于计算损失的结束时间、终极价格。如前所述，侵权行为对证券交易影响的结束也不是嘎然而止的，更多的则表现为一个过程。但在法律上，这个时间同样是可以确认的，面对侵权行为（已有正规披露的信息），投资者需要也应当采取应对措施，即及时卖出止损，防止损失的进一步扩大。《民法通则》第114条规定，当事人一方因另一方违反合同受到损失的，应当及时采取措施防止损失的扩大；没有及时采取措施致使损失扩大的，无权就扩大的损失要求赔偿。该条虽然是对违约责任作的规定，但也应适用于侵权责任中。倘若由于

投资者未及时卖出证券，而价格继续下跌，继续让侵权者承担以后的责任，则既不合法也不合理。况且这以后的价格下跌，可能已不是侵权因素的影响了。倘若证券价格回升，则部分或全部免除了侵权者的责任，也不合理。这里的及时卖出止损，同样不宜认定为一个具体的时间点，而应是一个合理期间，这个期间同样宜设定为侵权行为的信息经披露后能正常交易起的三个交易日，因受交易规则限制，信息披露后可能被停止交易一定时间，恢复交易后也有可能因受价格跌幅限制而不能正常交易，故设定为能正常交易起的三个交易日，将这三个交易日的平均交易价格作为计算损失额的终极价格。如此确定计算损失额的二个价格，既体现了合理性，也具有可操作性，同时照顾到了被侵害者举证的可能性，如果没有经合法披露的信息作依据，投资者必然无法举证。

三、结论 综上所述，本文对我国证券交易侵权案件中损失额的确认问题作了初浅的探讨，认为证券交易侵权案件中的损失额主要为证券交易价格的降低，不应包含投资额的同期银行利息、交易费用等，被侵害者为诉讼而支付的必要费用也是可向侵权者索赔的项目。证券交易价格降低的计算方法为：遭侵害的投资者持有的相应证券在侵权行为的信息被披露前或监管部门认定的侵权时间（可由被侵害人选择适用）前三个交易日平均交易价格减去侵权行为的信息披露后能正常交易起三个交易日的平均交易价格，此差额与持有该种证券数量的积为损失额。尽管笔者认为上述的损失确认方法在理论上是合理的，在实践中也具有可操作性，同时还兼顾到了被侵害者举证的可能性，应当是可行的，但要最终运用于司法实践，还需法律或司法解释予以确认。中国证券市场需要发

展、规范，健全的法律制度不可少，其中的民事赔偿法律制度尤其不可少。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)