

证券欺诈民事归责问题研究 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\\_AF\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E6\\_AC\\_BA\\_E8\\_c122\\_483355.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/483/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E6_AC_BA_E8_c122_483355.htm)（作者为中国人民大学法学院副教授、法学博士、金融法研究所副所长）

主持人：程啸（中国人民大学法学院民商法博士研究生）

：欢迎各位同学参加我们人大民商法中心和德恒律师事务所共同主办的民商法前沿论坛。今天我们非常高兴地邀请到中国人民大学法学院副教授郭峰老师为我们讲证券民事责任。

下面让我们以热烈的掌声欢迎郭老师的精彩讲演。郭峰：

大家不要客气，我想在座的基本上都是人大的学生，而且都是民商法专业的，不要太客气了。我想今天和大家作一个交流

探讨，主题是关于证券欺诈行为民事归责的若干问题。分成几个具体问题，把我掌握的资料和我的思考以及现在一些民事

索赔案件中的问题做一些探讨：第一个就是原告、被告的诉讼主体资格，即哪些人可以做原告，哪些人可以做被告。

第二个是关于欺诈者的过错问题，即实施证券欺诈行为的违法主体的主观过错问题。第三个是证券欺诈中的因果关系和

举证责任。第四个是损失界定规则及计算方法。第五个是具体损失的计算。我还带来了资料，包括亿安科技的资料，可以算一下。

第一个问题是诉讼主体问题。关于原告的主体资格问题，好像不成为问题，我国《民事诉讼法》第108条规定了

诉讼主体的四个条件，第一个就是规定原告资格。具体在证券欺诈案件中，哪些主体可以作为原告参加诉讼呢？可以分为

几种情况。有的是股份公司的股东，买过股票，或者已经卖出去，或者尚未卖出去。如果受损失，可以提起诉讼。但

是还有一种情况，他没有买股票，能不能够提起诉讼？比如一个人某天看了招股说明书，招股说明书按《合同法》规定是一种要约邀请。他说：本来我准备买这个股票，但是在招股说明书中对最近一年的经营状况描述得非常悲观低调，那我就放弃了。但后来有人举报，说该公司为了炒作二级市场，故意将一些很好的业绩往不好的方向说。则对于那些看了招股说明书的人就会说：我当时准备买这个股票，但是因为公司的不实陈述导致我没有买这个股票，我也受到损失了。如果当时他是正确披露，我会决策买股票。则在这种情况下，他能不能成为原告？我举这个例子，实际上在我们国家没有发生，但在美国发生过。曾经有过一个案例，一个邮票贸易公司和一个百货商店之间的诉讼案件。该邮票贸易公司因为不正当竞争被美国司法部判令将其手中持有的股票卖给司法部圈定的一些投资者。当时邮票公司为了让少一点的人来买股票，在做要约时将公司的情况说得比较糟，有一部分投资人，包括这家百货商店就没有买邮票公司的股票。但是过了两年，股价涨上去了。则百货公司说：当时它披露了不实的信息，当时邮票公司的经营业绩状况应该比较好的。这个案子后来一直到最高法院。最高法院下判决不支持原告诉讼请求。因为原告不符合美国以前发生案例的买方卖方规则。该规则要求：要成为一个诉讼案件的原告，必须或者是买方或者是卖方，也就是你必须发生股票交易。这样就消除一些潜在的诉讼主体以公司经营业绩到最后好了为由反过来起诉公司、股东。这样可能会导致大量诉讼。因为这样的股东边际无法界定。只要他当时看了招股说明书，就可以主张。这样就没有一个标准来判断原告资格了。这是卖方买方规则。

除了这样一个条件，从中衍生出原告必须是股东，曾经买卖过股票以外，现在在我国还有一个争论：在我国有权提起诉讼的股东要不要做一个持股期限的限制？有的学者认为为了防止谁都可以起诉，或者说防止投机性股票买卖，应该对股东的原告资格做期限限制，这是从股东在召集股东大会的权利中引申出来的。像日本公司法中规定股东大会的召集权人必须连续持股六个月，我国台湾规定是连续持有股票十二个月。从这个规定中引申出股东作为原告应该有一个持股期限的限制。包括清华大学的朱慈云老师就提过这样的观点。另一种观点认为不应该做期限限制。大家可以思考一下这个问题。我个人观点是不能做持股期限的限制。因为这本身是一个诉权的问题，不管是今天卖还是明天卖也好，本身是投机和投资的相互转化，这是法律允许的。但只要你曾经买过股票再把它卖出去，你就是股东。股东权利受到侵害，则就有诉讼权利了。还有一个条件就是作为原告的股东必须要遭受财产上的损失。因为在证券欺诈中，有的可能误听信息后，没有从事股票交易，他不一定有损失。不一定有现实的损失，就不应该参与现实赔偿。与这个问题相关，有两个问题，一个是盈利情况下，能不能诉讼；另一个是盈利了能否导致别人告你，这是被告的问题，这个问题后面再讲。下面谈我个人观点：赚了钱了，没有损失就不要参加索赔了。如果是连续买卖的，比如我这里的一个上海股民，买进十一笔，卖出四次，赚了三千多元，但整个亏了5万元。现在还持有部分股票，按20元钱的价格计算，还要损失7万多。当然按20元是当时的价格，像亿安科技已经得到67元钱了，则他就要亏十几万。这个情况比较典型。我的观点是要把盈利扣除出去，就

算亏损的部分。因为我们按民法的原理计算损失，只算赔钱的部分。如果是单纯的赚了钱，实际中也有人问：我们能不能起诉赚钱的股东？但是这个被起诉的股东又不是庄家，没有参加欺诈。但有人说赚钱的股东可能也是从我这里赚过去的，能不能起诉？我个人认为：除非你能证明他参与欺诈。但如果那个股东没有参与欺诈，只能视为善意第三人，其获利受法律保护。这主要是和证券交易的无因性和交易结果的有效性相关。一个是无因的，这和交易本身、和交易资金来源是否合法、交易主体合法性无关，只要交易都应该认为有效，交易的结果都是要确认的。包括在银广厦、亿安科技案件中，从来没有哪个机构说交易结果无效。所以正是这两个特点决定了对于善意第三人要保护他的获利。当然原告损失和损害还有差别。在民法侵权行为法中，按王利明老师的观点，损失和损害是两个概念，损害包括财产损失、人身伤亡、精神损害，我还加了一个权利损害，如妨碍行使权利，当然不一定有现实损失。损失主要指财产方面。当然，两者有共同性，所以损害和损失在民法上都可以赔偿。但两者的根本区别在于财产损失的估价比较有标准，不管是会计制度还是评估制度都可以估价。根据财产价值，该折旧的折旧，有的还会增值，如土地使用权等等。如果是精神损害、人身伤害的赔偿就要参考多种因素，不是一个会计上的标准就能评估出来的。证券市场中的欺诈主要也是财产损失。这个在司法实践中也有不同理解。因为有的投资者要求精神损害赔偿。有的说其看到股票下跌，心脏病发了，或者整天精神郁闷等受到刺激，还有的夫妻吵架等，这些都算精神损害，好像从民法上讲也都可以算，但这些在证券法上标准不好找。从美

国来讲也没算这些东西。我个人认为我们还是算被告给原告造成的现实的财产损害。和原告资格有联系的还有匿名股东能不能做原告。现在开户是以假身份证开户的，有两种情况，一种是冒名开户，身份证是另外一个人的，但这个假身份证是冒充了别外一个人的名义；另一种情况是完全是虚拟的人，这种情况更为普遍，庄家往往是伪造几百个身份证去炒股。很多证券商现在都是这样做的。还有是法人以自然人名义开户，包括上市公司证券经营机构。这些人能不能作为原告。个人的不成熟的观点，既然证券交易的无因性和结果有效性，交易是有效的，利益也是归实际控制人，这种情况下，我觉得还是应该赋予实际控制人以诉权。形式上的人不能给他诉权，因为形式上的人或者是假的，或者是冒用的。这种情况下，实际控制人确实有交易，这种交易是有效的，则实际控制人的诉权还是不能剥夺。当然，他的实体权利要不要保护，这要根据具体情况来确定。如果是违反《证券法》的规定，法人以自然人名义开户，或违反证券营业部规则，个人不能借用股东帐户，这种情况是违法违规而获得的利益应按照有关的法律来处理。什么是有关的法律，就看是哪些法律规定，如证监会的有关规定，这种情况下就将这个没收了，是非法获利，上交国库。这就是行政法中的处理方法。关于被告的资格问题，总体来说，凡是实施欺诈行为对原告造成损失的都是被告。具体来说分为几类。还是按欺诈行为本身类型分类。欺诈行为分为三类，一类是不实陈述的被告，包括证券法中说的虚假记载，误导性陈述，和重大遗漏。这里面在信息方面出现的虚假主要有三类，一类是股份公司、上市公司本身，二就是承销商，三是中介机构，主要是进

行审计的会计师事务所、进行评估的评估机构和出具法律意见的律师事务所。这几种都可能做为被告。因为股份公司上市主要是招股说明书和上市公告书。这些文件是承销商和中介机构一起制作的，股份公司董事要签字，按证监会的规定，承销商对招股说明书要确认，律师、会计师也要在自己专业范围内承诺保证招股说明书披露的信息是真实、准确、完整的，没有虚假误导。在这里面不实陈述能不能构成被告？按照美国的做法，关键是不实陈述是不是符合重大性、关键性标准。按一般美国判例中引用较多的，判断是不是构成不实陈述，关键是看其内容是不是重大性或关键性。重大性或关键性的判断是根据一个理性的投资人，在进行投资决策或投票表决时认为是很重要的事实。这是总体表述。在每个具体案件中，表述也不一样。有的学者认为他们的表述有几个问题，一个就是对重大性或关键性的判断，是以单个投资人或多个投资人还是所有投资人判断。当然所有投资人的判断被美国法院否定了。另外就是是否允许投资人以外的机构做出判断？我们现在主要是证监会判断。证监会认为你遗漏了，那就是遗漏。法院现在也没有审过案子，他们也没有一个标准。第三个是如何区别关键性事实与一般性事实的界线以及关键性事实对投资决策的影响度。美国证券法中举例，说发现了一个金矿或者煤矿，就故意隐瞒不披露。最后这项事实泄露出来，股价就有问题。这个例子是典型的关键性信息。但是如被主管部门制定产品有瑕疵，或排污不符合标准，限期整顿，这些构不构成关键性？这就没有一个标准。还有就是关键性对投资有多大影响，是一个探讨的问题。再一个问题是誰对关键性举证？是原告举证还是被告举证？这也不明确。因为

我国《证券法》和以前的《股票条例》里面，只是在遗漏当中加了一个重大，叫重大遗漏，但是在虚假记载、误导性陈述前没有加重大。但哪些算是重大遗漏？这些年证监会颁布的规定还是有些依据，其中规定董事会在发生重大事情时要对社会披露，如重大诉讼、关联交易，这是可以参考的依据。但在《证券法》中或在司法判案中对此还没有重视，没有标准，对此研究还不够，这是关于不实陈述中的被告。第二是关于股价操纵的被告。股价操纵就是利用信息和资金优势来操纵股价。典型的操纵是操纵和虚假信息披露竞合的行为。像亿安科技是很典型的，在操纵之前搞重组，一旦重组就对外放风，说是高科技项目资产置换。然后股价就通过集中资金搞上去。到二三十元、五六十元还要上，就到北京来开新闻发布会。说它整个就是高科技的典型代表，所以股价一下子就到一百二十多元。作为一般投资者就跟风跟进去，出不来了。因为像亿安科技案中，最高的庄家控盘到85%，就是将流通股的85%由庄家控制，由其对敲，普通股民根本跑不出去。这就是通过虚假信息将股价撑上去，再通过资金将股价控制住。这在国外是不可思议的。在我国这种操纵往往取决于竞合行为。这是股价操纵中的被告。由此引申出来的是控制人能不能做被告，这需要研究。比方说像亿安科技，在台面上实施操纵的就是四个庄家公司，四个庄家公司的注册资金不到二百万，但运作时最高峰的资金是几十个亿，在盈利最利害的时候，帐上资金是二十五个亿左右。最后查他们的时候又没钱了。四个法人代表，抓起来两个，但他们没有钱，没法赔。实际上就是罗成在控制这些法定代表人。他既是亿安集团的董事会主席，又是亿安控股公司的董事长，又

是亿安科技上市公司的董事长。但在四个庄家公司中没有兼任何职位。证监会处罚只涉及四个庄家公司，没有涉及到别人。这有一个问题，很多人感到法律不公。如果起诉的话，庄家根本没钱，法院怎么判，对原告是一张空头支票，则司法的公正性何存？司法的效力、强制性又怎么体现？所以我们把上市公司、罗成的集团公司、罗成都追加进来。但感到法律上有障碍，操纵股价是四个庄家公司操纵的，证监会也认定是四个庄家操纵、认定的行政处罚也是四个庄家。这样暴露法律当中比较软弱的一方面，因为我们法律没有加控制人的概念。在美国法律中，有一个控制人的概念：不管是谁，最终是控制人，就要承担责任。我们最高法院讨论的公司法的解释中对控制人有所反映，当然这个司法解释还没有上审判委员会，还没有颁布。它包含了揭开公司面纱、追究背后发起人的责任的理论，这就隐含着控制人的概念。下面看内幕交易。内幕交易的被告应有四类：内幕人员、外部人员、原始信息接受人和传来信息接受人。举例说明，如公司的董事长或公司董事，则他肯定是公司内幕人员。如果他利用内幕信息来供自己或供他人从事股票交易，他肯定是内幕交易人员，受损害的股东可以起诉。为什么他要承担责任，按美国证券法解释，公司董事长对公司股东负有信任义务，股东是信任你，把公司交给你管理，你对股东就有一种信托上的义务，不得利用内幕信息谋利，否则就要承担责任。第二类内幕人员不是身居高位的，如打字员、董事长的私人秘书等，在打文件时知道一个信息，然后就利用这个信息去买股票。这种人按内幕交易法则，他也要成为被告，承担责任。因为他既不是股东，也不是高管人员。但对公司负有诚信义务



，而且也有保密责任，不得利用职务谋取私利。否则就要承担责任。这是没问题。第三类是为公司服务的机构，会计师、承销商、投资顾问，他们在服务过程中获悉内幕信息，为什么要承担责任？因为虽然他们对公司和股东都没有信托义务，但是他是通过服务合同基于公司对他的委托产生一种信任关系，是合同中的信任关系，被视为内幕人员，也就是原始信息的接受人员，要承担责任。国内外规定都是一样的。还有一类是证券分析师及其客户。有两种情况，如果证券分析师是通过和公司的有关人员接触而得到有关信息，从事交易或让客户从事交易，他肯定是视为内幕人员。但他本身是外部人员，如果他是通过公开披露的资料或是通过内部信息通报分析出来的内幕信息，并没有从内幕人员处获悉，则他和他的客户虽然通过内幕信息从事了交易，但不构成内幕交易。因为这是基于他自己的判断做出的决定。还有关于信息接受人不是内幕人员，但是内幕人员向他提供内幕信息，这也有两种情况，一种是如果说信息接受人与内幕人员存在互惠关系，例如去年、前年较多的一种新的行贿方式，就是券商将信息透露给地方官，因为他们知道送钱是违法的，以前搞额度都是送钱的，但是这种风险太大。从前年开始，券商给地方官员透露相关信息。这种情况作为一种回报的，是一种交易，则要受禁止交易的约束。第二种是非故意的接受，而为自己或他人交易。例如在酒吧里喝酒，大家都喝醉了，董事会秘书就说了有关信息。可能这几个人是才认识不久的，在醉酒状态下，不是故意去套这种信息。到第二天，酒醒了以后，听到信息的人认为信息还是比较重要的，则自己去买或让别人去买。这种情况下，按美国学者的观点，不能视为

内幕人员，不受禁止交易的约束。这是一种观点，大家可以思考。还有一种更特殊的情况，如财经记者发现公司内部有假，去调查，知道内幕信息，一旦公布，股价会猛跌。如果他告诉他的朋友，说某公司虚构利润，明天要见报，今天赶快出手，则提供信息者和接受信息者要不要承担责任。分两种情况，如果是财经记者故意泄漏信息，应该是内幕信息。但如果财经记者不是故意的，只是告诉你上市公司中有假的，明天要登报。告诉你的目的不是让你把股票卖掉，但是你听了以后当天就卖掉了，按美国的观点不能算内幕信息。因为这个记者的目的是要揭露这个事实，本身不是故意泄漏信息。在被告中还提到证券欺诈的期间对原被告资格的影响。例如在欺诈中，从6月1日开始操纵股价，到12月30日结束。对原被告判定肯定都是在此期间之内，从6月1日到12月30日。还有一种情况，原告是8月1日买入，到欺诈完以后卖出，也有原告资格，因为他买入是在欺诈期间。很多案例都是这样的。现在有些股票还是卖不出去。但如果从欺诈完以后买入，则不是原告被告。现在难点在于欺诈的终点在司法中很难计算。如操纵，如亿安科技案件，开始于98年10月5日，到2001年2月8日，我们是按证监会的方法计算。证监会会有一个行政处罚，法院可以省事，确定日期。但是假如证监会没有认定这个日期，如何计算？是从四个庄家的第一笔钱进去的第一天为始点。如果虚假信息披露，则以披露登报那天算。内幕交易是利用内幕信息从事内幕交易的那一天。始点相对来说比较易确定，关键是终点。操纵终点是什么？在证监会没有查处的情况下，谁来查处这件事情，可能有几种情况，一个是公司董事会自暴其丑，从消息公布那天计算。虚假信息

如银广厦的案子损失的终点不好算。对已卖出的股票可以算财经杂志登报的那一天。还有一些案子是逐步披露的，今天这个小报登一下，明天那个大报登一下，则怎么确定终点，而且在报纸登报以后有的股民还进行买卖，而且这些股东已加入诉讼队伍。所以这个终点算在什么时候比较难以确定。

第二个谈欺诈者的过错问题。过错在民法侵权法中区分为主观过错和客观过错两种学说。主观过错说的观点认为是行为人具有一种应受非难的心理状态，这是十九世纪大陆法国家民法所采用的一种学说。第二种客观过错说，认为应当从某种客观行为标准来判断判定行为人有无过错，即要建立一种标准，来判断是否有过错，其本质在于行为的应受非难性。因为从近代来看，从心理状态的应受非难性不符合保护人权的观念，人的心理非难性不好琢磨，所以要建立一种客观标准，使这种行为只要不符合这种标准就有过错。应该说随着现在民事归责客观性，越来越多的西方侵权法学者主张用客观过错代替主观过错状态。这就涉及到证券欺诈中，采取主观过错说还是采取客观过错说？如果采取主观过错说，我个人认为很难判定行为人的心理状态的应受非难性，因为现在很多证券欺诈案件，即使证监会处罚他都要喊冤。包括亿安科技案件当中当事人还说自己还给国家多交税。在他们的这种道德观念驱使下，他们的行为还是应该受褒扬的，在这种情况下，主观标准不能适应。所以我认为应采取客观过错。通过客观行为利用资金、信息的优势来操纵股市，则可以从交易所的单子上打出来，而根本不用去找。主观上具有故意还是过失。就是通过交易行为本身来判断是否符合过错标准。因为在民法中要追究行为人的责任，还是要靠过错。大

家并没有否定过错，不管是法国为代表的三要件说，还是德国为代表的四要件说，过错都是在里面的。没有过错的行为是不能承担赔偿责任的。所以我认为应该采取客观过错学说。具体来说，操纵和内幕交易能由故意构成，过失不应该构成，这也是美国34年证券交易法中著名的10b5条款。按美国的法学家和法官的解释，过失不构成操纵或内幕交易。不实陈述中的虚假、误导和重大遗漏的过错比较复杂，应分为三个层次：一个就是关于发行人和发起人的责任，应适用无过错责任，不考虑当事人双方过错，因为不能推定侵权行为中的过错，因果关系是决定责任的基本条件。当然还要有法律的特别规定。像在证券市场中，为什么虚假、误导和重大遗漏应该搞无过错责任呢？拿招股说明书举例。招股说明书是发起人编的，如果你对公司的历史、沿革、项目、资产情况、债务情况有虚假、误导或重大遗漏的，我不管有无过错，都要承担责任。这是对投资者保护比较有利。否则在操作上比较难，对投资者保护不利，所以应该适用无过错。对董监事和高管人员应当适用过错推定。因为信息披露文件虚假情况下，董监事是要承担连带责任的，我国证券法上有规定。如果原告证明其所受损害是被告所造成的，而被告又不能证明自己没有过错，则推定有过错并承担责任。这种就比发起人轻一点，可以有一个抗辩的权利。第三种是中介机构，因为招股说明书都是会计师、律师、券商一起搞起来的，中介机构承担什么责任，我个人认为承担过错责任，只有主观上有故意或过失才承担责任。故意情况如会计师做假帐；还有一种情况可能过失比较多，在银广厦的中天勤会计师事务所，在法律上可能不一定能找出它和银广厦故意去修改利润的证

据，但过失是能成立的。如它的海关报关都是假的。会计师本身按进资调查要求，应该到天津海关去查原始底单，因为帐目上号码都不连，根据自己判断应该到现场进行调查。还有应该到税务局去查一下。但是会计师都没去，所有单证让公司自己提供，肯定是承担过失责任。如果中介机构完全尽职了，但就是被公司、海关、税务骗了，但中介机构走了这个程序，勤勉尽责了，如果采用无过错责任或是过错推定责任，而且也不利于中介机构的发展，这也是美国1065规则对中介机构网开一面的。像现在证监会的一些观点是不能赞成的。他为了加强监管，对所有的人，只要有错全进去，而不进行区分过错。当然，这种情况下，谁要告中介机构，就应该谁主张，谁举证。《证券法》第63条对虚假信息披露作了一个规定。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。一个是赔偿责任，一个是连带责任。这一条可以和民法的侵权行为结合起来研究。因为这一条中本身并没有作主观过错界定。怎样解读这一条，要不要和民法上过错原则结合？也是可以研究的。我国原则上按《民法通则》106条规定，第二条确定过错责任原则，第三款又规定“没有过错的，但法律规定应当承担民事责任的，应当承担民事责任”。证券法第63条中没有说明过错，只是要承担赔偿责任和连带责任，好像是没有过错。但如果是无过错，那可能

太严格了，就不区分发行人、董监事和中介机构，则责任过于严格。但是要区分有没有法律依据，可以进一步思考。第三个讲因果关系和举证责任。因果关系在学说中有相当因果关系说和必然因果关系说两种。相当因果关系说认为行为和损害之间不必具有直接的因果关系，只要行为对结果构成适当的条件，行为人应当负责。这最早是奥地利刑法学家格拉兹在1858年提出的一个观点。必然因果关系是在民法中占主流的，认为行为和损害结果之间必须具有内在的本质的必然的联系，这样才具有法律上的因果关系，严格区别原因和条件。我们现代很多民法书中强调必然因果关系。当然包括王利明老师也承认不能笼统地适用必然因果关系，在一定条件下有必要适用相当因果关系。在证券市场中，我倾向于适用相当因果关系。如果要保护投资人利益，用相当因果关系比较有利一些。在因果关系中，还涉及将证券欺诈行为定性为一般侵权行为还是特殊侵权行为，这是一个先决条件。现在有两种观点，一种包括江平老师，他认为证券欺诈是一般侵权行为，只要符合一般侵权行为要件即可，而且要原告证明。我建议这种观点无法保护投资者，当然江老师本身是支持民事赔偿的。个人认为还是定性为特殊侵权行为。一个是过错推定，推定被告有过错。另一个是因果关系也不是由原告举证，也是推定，只要有侵权行为，有损害事实，就发生推定。当然，这种推定也不是必然成立的，允许被告有抗辩权。被告可以举证：你的损失是第三人造成的。被告的举证能够说服法官，就不让被告赔了。如果让原告举证，原告很难举证。如果让原告举证，必须是要查交易所的记录，看对手是不是庄家，但查交易机关很难的，而且这个东西没必要。

过错推定、因果关系推定、举证责任倒置都是属于特殊侵权行为的内容，如果定性为一般侵权行为，则很难操作，对建立证券民事赔偿机制没有利益。与此相关的是，很多人谈到美国确定因果联系的理论信赖理论。信赖能不能做为因果联系，我国有没有必要引进这一理论？个人认为这一理论即使在美国也是此消彼涨，一会儿被赞成，一会儿被否认。发明这一理论，说股东信赖你的信息，他才和你发生交易。后来这个信息是虚假的，违背了他的信赖，由此造成损失，则应该赔偿。但后来又提出另一种看法：即使不信赖也未必就不存在损失。也就是不信赖的情况下，也会随大流投资造成损失。不信赖也会造成损失。当然美国后来又搞市场欺诈理论，以相当因果关系推定因果关系。我觉得我们是大陆法系国家，一般侵权和特殊侵权区分比较清楚，既然定性为特殊侵权，有了过错推定、因果关系推定、举证责任倒置，我个人认为没有必要引入信赖理论。本身就是用客观标准衡量，就不是必然地要借鉴他们的东西。当然在分析的时候可以进行借鉴研究。这是关于因果关系。举证责任在界定为特殊侵权行为以后，则原告的举证责任就只有两个。一个是对欺诈行为，二是对损害事实进行举证。欺诈行为，你最起码应该指出年报、中报是假的，招股说明是假的。或者是拿证监会的处罚决定来证明。然后损害事实就是自己在受欺诈期间受到的损失，也要拿出证据，也可以是营业部分打出来的交易记录。可以由律师按一定公式进行计算，因为当事人自己往往会将盈利也算进去，会有一些错误。原告免于举证的是被告的过错和因果关系，但是要赋予被告抗辩权。被告应当自己保护自己的实体权利和诉讼权利。如被告认为原告的实际损失

不是自己造成的，可以以不存在欺诈、不存在假的、不存在重大遗漏，只是一般遗漏为抗辩的理由，还可以以主观上没有任何过错，或原告损失与被告无关，是国家政策造成的等理由抗辩。中介机构可以以尽到职任、时效经过等抗辩，法院能够认定，则可以不承担责任。这里与因果关系和举证责任相关的有几个问题：一个是原告和被告的交易是否要存在一一对应的关系？即原告的损失是否要内幕交易对手直接造成的？我个人认为：没有必要证明一一对应关系。除了内幕交易中有的情况下证明一一对应的关系，不管原告损失是否是庄家造成的，但我买卖股票是在你操纵期间进行的，你的行为是违法的，则我在此期间受到损失就应该由你这个违法者来赔偿。也可能我的损失是一个善意第三人有关，但我和善意第三人的买卖是在这个操纵期间，善意第三人得到的利益应受到法律保护，除非第三人与庄家串通，则不是善意第三人，而是共同被告。在这种情况下就无需证明一一对应的关系。而且美国也没有规定要求一一对应。大家也可以思考。第二个问题是如何区分多种因素的影响的行情和欺诈导致的行情？如亿安科技案件，当时整个高科技股都在涨，亿安科技只是一只领头羊。这里面确实既有操纵因素，也有大行情因素，则应该如何确定。如果完全确定是操纵引起的结果，则庄家心里不平衡，为什么要我赔，要赔偿也只能赔偿一部分，其他还有大行情的因素。我觉得这种东西没法区分。原告不需要区分，可以由被告区分，可以抗辩。被告可以区分清楚，被法官接受，则就不需要全部承担赔偿责任。第三个问题：在连续买卖中，原告有赚有赔，赚的部分应该扣除。但原告只提供赔的资料，不提供赚的资料，怎么办？律师就只能



按原告提供的资料进行，赚的部分可以由被告自己举证。这种方式是否妥当可以商量，但也是没有办法。最后一个问题是损失计算问题。这是个完全操作性的问题。第一个涉及到损失界定规则。美国判例中有两个规则，一个是实际损失规则，一个是交易获利规则。实际损失规则是被告对原告的实际损失赔偿，原告有多少损失，被告就赔多少。这可能出现被告的赔偿额高于违法所得，因为有的损失是善意第三人造成的，而且被告还要交手续费、税费等。这就包含了惩罚性赔偿的意思。按照交易获利规则，赔偿额仅限于非法交易所获得的利益。像亿安科技案件，证监会认定获利4.98亿，则最高赔偿额是4.98亿。但这一数字的赔偿额被超过就不好办了。具体的计算方法，特别是在内幕交易和虚假陈述中，有实际价值计算法、合理期间计算法、实际诱因计算法。关键是我国如何确定这个损失。我认为还是应误采取实际损失规则，也就是原告损失多少，就拿回多少，法律保护你由于受欺诈所受到的损失。这样符合中国国情。如果按交易获利规则来赔，如亿安科技获利4.98个亿，是不是由300多个股东来分，这肯定是不可能的。所以我们还是采用实际损失规则。还有在计算具体损失的时候，我们也不能够不能照搬美国的一些方法，如实际价值计算法，法官要取股票的真实价值来做基数。而中国的股价是脱离公司的真实业绩的，越是PT、ST，越是炒得高，法院怎么认定真实股价？所以股价根本不能按照股票实际价值计算。这是不现实的。美国的诱因计算法中，区分股价市场因素和欺诈因素，我们也无法区分。所以我认为最简单的方法就是原告在受到欺诈期间高买低卖所形成的差价损失。具体损失包括：1.高买低卖的差价损失。2.该

笔差价损失的佣金损失。券商的手续费是3.5‰，所以这也是一种损失。3.税金损失4‰。前三种是直接损失，还有一种是间接损失。间接损失是银行的利息损失，公式是： $[\text{直接损失} \times \text{年利率}] \div 360 \times \text{利息计算天数}$ 。利息还要分已卖出的损失、未卖出的损失。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)