

■ 维权信箱 | Rights Mailbox |

从信息披露“过错推定”到内幕交易“证据推定”

举证责任分配剑指证券违法

陶雨生 刘晓雨

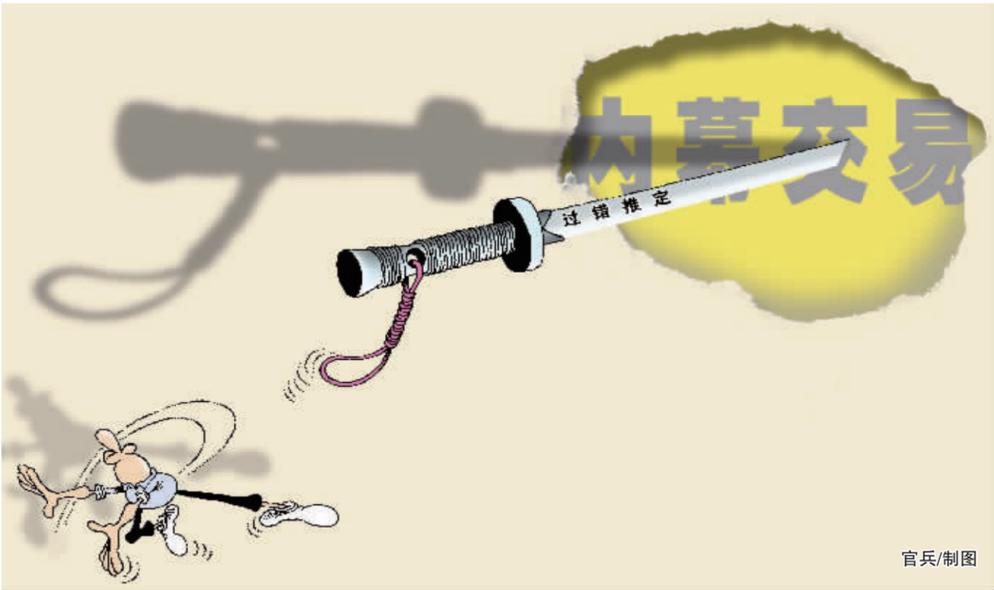
中国证监会去年12月发布了《信息披露违法行为行政责任认定规则（征求意见稿）》（下称“征求意见稿”）。征求意见稿最大的亮点之一，便是将“过错推定”引入信息披露违法行为行政责任认定中来。与之相对应的，便是证券监管部门以“证据推定”原则对内幕交易违法犯罪行为进行稽查及责任认定。从两者关系来看，既各有侧重，又一脉相承，最终都将有助于进一步遏制证券违法行为。笔者之见，作为举证责任分配的原则，建议将过错推定与证据推定扩展到证券民事侵权司法领域。

各有侧重

“过错推定”原则也叫过失推定，在民事侵权行为法领域，受害人只需证明侵权行为人行为导致损害后果即可，而无需承担证明侵权行为人有过错的举证义务。这时，侵权行为人应当通过证明自己没有过错来进行抗辩。只要侵权行为人无法证明自己没有过错，就应当承担举证不能的不利法律后果，即推定其存在过错，如《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》对于医疗纠纷等侵权诉讼就有过类似规定。征求意见稿将“过错推定”引入到信息披露违法行为行政责任认定中，即只要信息披露违法行为的责任人员不能拿出法定的抗辩事由及相应证据来，就应当承担相应行政责任，接受行政处罚。

“证据推定”是指当确认某一事实存在时，就应当据以推定另一事实的存在，而对这种被推定的事实无需再进行证明。证券监管部门在打击内幕交易过程中适用“证据推定”原则时，只需找出行为人与内幕信息有关的通话记录、短信、邮件、下单记录与内幕信息相吻合的证据，便认定其实施了内幕交易行为，除非行为人举出反证。过错推定与证据推定相比而言，两者各有侧重。

首先，过错推定侧重对行为人主观方面进行判断，针对行为人的主观状态。行为人可能是故意或者过失违反信息披露义务，也可能是由于不可抗力、失去人身自由、没有绝对话语权等因素被迫而为；证据推定则侧重于对于客观行为的判断。内幕交易主体复杂，交易方式多样，操作手段隐蔽，因此行为认定及查处工作困难，适用证据推定可以



提高打击内幕交易的工作效率。

其次，过错推定目前主要在立法层面进行，通过征求意见稿，以立法的方式将信息披露违法行为行政责任的认定方式确立起来；而打击内幕交易中引入证据推定，则在执法过程中得以运用。通过执法中的具体操作对认定内幕交易行为的工作方法进行实践，让打击内幕交易的效果立竿见影。

一脉相承

无论信息披露违法责任的过错推定，还是严打内幕交易的证据推定，在证券市场法治进程中均是必不可少、相辅相成的。

首先，从立法本意及执法本意上讲，过错推定与证据推定均是为了保护投资者的利益。虽然两者并非针对民事纠纷，但是违反信息披露义务的行为与内幕交易均是证券法所禁止的证券侵权行为，均会使投资者遭受损失。

其次，过错推定与证据推定均对举证责任的分配进行了明确。无论是主观因素难以判断，还是客观行为难以认定，两者均在“谁主张、谁举证”这一基本诉讼原则基础上，将举证责任予以倒置或者部分转移。这在惩罚证券违法犯罪行为方面，也都符合证券法的内在逻辑。

第三，在《中华人民共和国侵权责任法》实施及侵权责任体系建立的大背景下，过错推定与证据推定的引入表明，证券类侵权作为侵权责任体系中的一个子系统，其责任认定方式也在逐步细化。

最后，过错推定及证据推定均适用于证券监管，属于行政行为。而行政相对于司法来讲，除了追求公平正义之外，更注重效率的价值，而举证责任倒置或转移恰恰有利于提高证券监管的效率。

应扩至证券民事侵权司法领域

根据《民法通则》、《侵权责任法》及相关法律法规，一般侵权行为的构成要件包括：侵权行为、损害后果、侵权行为与损害后果之间存在因果关系、行为人主观上存在过错四个方面。如果仍然按照“谁主张、谁举证”的原则，则在证券市场虚假陈述、内幕交易、操纵市场等侵权行为致投资者受损的民事案件中，原告是难以完成全部举证义务的。因为投资者由于缺少必要的专业知识和专门的手段，而且与上市公司及其他侵权行为人之间存在严重的信息不对称，因此在搜集证据材料过程中存在巨大障碍。

目前针对证券类侵权的有关规定中，《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》是唯一较为完备成熟的司法解释。该规定第18条明确了原告的举证义务包括：在法定的时间内买入、卖出或持有虚假陈述直接关联的证券以及发生投资差额损失。而侵权行为人是否存在过错，及虚假陈述行为与损害后果之间是否存在因果关系则不是原告的举证义务。只要被告没有举出反证，就推定其存在过错，且推定侵权行为与损害后果之间存在因果关系。这就合理地将部分举证责任转移到侵权行为人身上，从而有利于保护投资者权益。

但是，除虚假陈述外，对内幕交易、操纵市场等侵权行为引起的民事案件如何审理，目前国内尚无系统、全面的司法解释。因此，在证券监管已经开始适用过错推定、证据推定原则的情况下，也应当将这两个原则引入内幕交易、操纵市场等侵权行为引起的民事案件审理中来。尤其对于内幕交易，由于内幕交易行为日趋隐蔽和复杂，内幕信息知情人范围不断扩大，涉案主体更加多元，更应当将部分举证义务转移给侵权行为人，这样才能最大限度保护证券市场中处于弱势地位的投资者合法权益，促进证券市场良性发展。

（作者单位：北京市大成律师事务所）

■ 投资锦囊 | Investment Tip |

七招避免非理性投资

蒋占刚

在证券市场上，研究投资中的非理智行为，归根结底是为了避免这些非理智行为，确保投资的成功。那么究竟怎样才能做到这一点呢？笔者认为，以下几点相信对于每一位投资者都会有所帮助。

首先，制定一个严密投资程序，避免高估自己的能力。实践自我承诺的第一步，就是只投资于个人熟悉的领域。然后进行基本的分析工作，着眼于未来的预期收入，而不是以往的成果。回顾许多投资大家的传记，我们可以发现，他们往往扎根于一个投资领域，或股票或期货，甚至不少是仅仅钻研其中很小的一个子领域，比如价值低估个股，比如高成长股，比如黄金、棉花这样的特定品种，甚至不乏一些技术交易大师只挑选自己擅长的某几个技术形态定式交易，而对其他时间的走势冷眼旁观。他们这么做，很大程度上就是为了避免过高估计自己的能力。

其次，注意搜集与个人意见相悖的资料，并与持相反观点的人讨论，这样就能避免投资者过度自我肯定。多元市场分析是时下很流行的一种投资分析思路，这种思路通过股市、债市、期货、外汇等多个市场走势的互动关系来更好把握特定市场的走势。这样投资思路相比始终局限于某个特定市场，最大的好处就在于，你也许能够因此看到其他市场反映出来迥异的现状，比如说你认为经济正在复苏，股市将受惠于此而继续上涨之时，却发现更能反映市场对于经济复苏预期的中长期债券收益率掉头向下，这时候你就该反思此前的经济复苏预期是否正确，从而避免盲目自以为是。

第三、你赖以观察投资世界的“窗口”，是否大到可以使你能够从各类重要的投资工具中做出抉择？你是否由于特别熟悉个别市场、钟情个别主题，结果导致观察世界的“框架”过小？不妨把目光放远点。

第四、简化决定，避免观点过于狭隘，同时不应该接受过多的信息。订立固定的长期目标是可取的

方向。一旦确定投资的风险类别，你就不用经常重新审视投资组合或借贷比率。这样也可以避免投资者无时无刻盯着股价。一旦打定主意，决定增加某些特定投资主题（新兴国家、新能源或大宗商品），或哪些项目与计划不符后，投资者就不必为所有可行的新建议浪费脑力了。化繁为简也意味着，只投资于个人真正熟悉的领域。某些最佳投资构思承诺能带来可观回报，但如果风险无法评估又有何用呢？此外，深入了解基本情况，也有助于化繁为简。举例来说，如果投资者明白“预期回报越高，风险一般越高”的道理，就不会进行无长期回报、不负责任的投入。

第五、掌握你的情绪。日后处于决策关头时，不妨整理一下个人的情绪状态：你是否因为喝了咖啡而兴奋不已？或者是因为连续的资本投资捷报而刚愎自用？简单的原则是：应该考虑一晚，留待第二天再做出影响深远的决定。在第二天早上仍然能吸引你的选择，才值得加以研究。你容易呈现哪些受情绪控制的行为模式？你是否容易高估个人能力？你现在的决定是否受特定的市场阶段或价格升幅的影响？你有没有考虑到与个人观点不符的负面信息？或者是由于不中听、与个人世界观相悖而置之不理？你是否会选择考虑一晚再做决定，并且或特别寻找与你观点相悖的信息？

第六、学会止损。你为什么会有某种亏损证券？你是否以买入价作参考价值，或预设未来盈利预测，并以此重新计算预期股价？不妨问自己，我今天还会增持这种证券吗？如果答案是“不会”。止损出仓是防止拒绝承认错误，或过早套利的良方。

第七、学会放弃。如果你实在不擅长投资，那么将资金交给可靠的主动性基金也未尝不可。主动管理基金可以有效对抗避免损失和犹豫不决的心态。基金管理公司负责买卖证券，投资者委托给基金经理进行交易操作，不致重复太迟止损和过早获利错失。投资者也是有血有肉的人。我们的才智足以使我们认识到这一点，并进而帮助我们克服自身弱点。

■ 上市公司答疑 | Q&A of Listed Companies |

鼎汉技术(300011) 定期报告将披露订单

问：为什么公司的订单中标情况从来没有公告过？另外，公司目前的主力产品信号电源生产线是否是满负荷运转？

公司答复：根据深交所《创业板股票上市规则》：上市公司一次性签署与日常生产经营相关的采购、销售、工程承包或者提供劳务等合同的金额占公司最近一

个会计年度经审计主营业务收入50%以上，且绝对金额超过1亿元人民币的，应当及时披露。公司单个合同没有达到披露要求，因此一般在定期报告中会集中披露合同及订单信息。一般公司下半年生产线会比较繁忙，但公司的生产制造多个环节以外包为主，产能弹性较大，能够满足需求的增长。

联发股份(002394) 套保操作作为控制成本

问：公司进行的期货套期保值进展如何？

公司答复：我公司的棉花套期保值期货交易，是以买进现货作为套期保值交易的基础。这不

同于纯粹投机盈利为目的的套期保值，不属于风险投资的性质，主要是以控制生产成本为目的。目前仅子公司海安联发棉纺有限公司操作了1500吨棉花，上市公司并未进行操作。

理财产品法律定性之惑

黄韬

近来，关于银行理财产品的争议，反映了中国金融市场本身的不成熟性。银行理财产品的“实卖”双方的法律关系，究竟应该如何定位，这不是一个纯粹学理的思辨，而是直接关切投资者利益的保护。从表面上看，理财产品的购买者将资金委托给商业银行运作，似乎构成了一个委托代理合同关系，因而要依据《合同法》的规定来配置双方的权利和义务。但如果仅从合同关系的角度来约束银行的话，投资者的法律保护是不充分的，因为在委托合同法律关系中受托人的义务和责任是有限的，理财资金的独立性保障也是缺位的。

定位信托存在制度障碍

如果我们把商业银行理财业务置于信托法律框架内，投资者保护的诸多问题就迎刃而解了。较之委托合同为委托人所

创制的债权，信托关系则在一定程度上为其保留了物权。另外，根据《信托法》第25条的规定，受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。这种义务在学理上被称为信义义务，是约束受托人、保护委托人权利的最有力的法律原则依据。

不过，要将银行理财产品法律关系定位为信托，还有着现实的制度障碍。由于我国目前实行分业经营和分业监管的模式，只有信托投资公司、证券投资基金管理公司和证券投资基金的托管人拥有合法的营业性信托“牌照”。这就使得包括商业银行理财产品在内，各种已经具有信托属性的理财产品在现阶段无法真正地获得信托的法律身份，进而投资者也无法享受到《信托法》对其权利的特殊保护。

发行游走于公私募模糊地带

此外，银行理财产品的募集究竟是

属于“向不特定对象募集（公募）”，还是属于“向特定对象募集（私募）”缺少法律定论。从《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第10条规定的“商业银行在综合理财服务活动中，可以向特定目标客户群销售理财计划”来看，似乎这应该是一个私募产品。然而，实际上银行理财产品在销售过程中是采取公开宣传的手段，投资者的身份是不特定的，投资者的财务状况和投资经验也并没有严格限制，这又完全是公募特性。

正是由于银行理财产品的发行游走于公募和私募之间的模糊地带，导致了投资者保护模式的混乱。如果是公募产品，那意味着监管权力的深度介入，意味着强制信息披露要求的实施；如果是私募产品，那法律规则对此强调的是，投资者基于商业关系和历史经验的自我保护，监管者一般来说不必过度干预。但是一个前提是要给私募圈定行为边

界，不能采取公募发行那样的宣传方式，发行对象也不能是普通公众。

应该说，我国当前的银行理财产品在信息披露义务的履行上更像私募模式，而在发行对象和宣传方式上则完全是公募的一套，这样不伦不类的体制构成了投资者利益潜在的最大损害。因此，未来在制度建构和监管模式上应当走出目前的模糊地带，要求商业银行在销售理财产品时明确是采用公募还是私募的形式。如果是前者，那就要履行严格的信息披露义务，至少不能低于我国《证券法》对公开发行证券所设定的要求；如果选择私募发行方式，在豁免大多数信息披露义务的同时，就应当严格限制理财产品购买者的范围，设置人数上限（可参照《证券法》规定的200人）和最低认购额（现在的5万元标准对于私募来说似乎太低），同时要禁止采用广告和公开劝诱的宣传方式。

（作者单位：上海交通大学凯原法学院）

■ 专家在线 | Expert Online |

1月28日，证券时报网（www.stcn.com）《专家在线》栏目与投资者交流的嘉宾，有申银万国分析师胡芳、东吴证券分析师寇建勋、东莞证券分析师梁锦雄。以下是几段精彩问答回放：

时报网友：请问安泰科技（000969）成本22元，现在可以补仓吗？

梁锦雄：公司作为一家新材料公司，在同行业中拥有突出的研发创新能力。公司年产4万吨非晶带材及制品项目投产后，将持续受益于国家广电网的

改造。另外，节能减排政策将带动节能效果更好的非晶合金变压器需求。公司作为上游原材料企业，非晶合金材料需求将有大幅上升，前景看好。目前股价基本调整到位，可适当补仓。

时报网友：东方通信（600776）成本5.6元，后市怎样操作？

胡芳：公司作为国内移动通信龙头，技术开发和综合实力强劲。受益3G牌照的发放，公司未来业绩有望进一步快速提升。同时公司通过近年积极

战略转型，已成为光电领域的主力军，未来发展空间极为广阔。近期走势强劲，短期不破10日均线可暂守。

时报网友：神马股份（600810）成本价9.95元，我想中线持有，是否可行？

寇建勋：技术形态不错，成交量也有一定程度放大，目前可以继续持有。公司重组后，基本面开始好转，现在估值不高，建议继续持有，阻力位在13.5-15元区域。目前你的操作思路正确，没有什么大的问题，按照即定操作

战略操作就是了。

时报网友：广电电子（600602）成本7.30元，满仓，如何操作？

寇建勋：重组以后，公司基本面发生转变，未来发展看新股东资产注入的情况。目前公司股票价格经过大幅度调整后，短期有稳定趋势，应该有逐步反弹的空间。建议你在获利后卖出一部分，降低仓位，波段操作。满仓似乎有点冲动，毕竟这个股票是重组股，安全边际是比较低的。（倩维 整理）

沪电股份(002463) 重点发展通讯设备

问：消费电子产品现在在大热，公司手握大量现金，是否可以考虑跟上市的步伐，重点布局消费电子产品的生产和营销？

公司答复：消费电子产品并非我公司的竞争发展战略重点。

我公司经过多年努力，现已成功转型。我们公司今后仍将坚持实施差异化产品竞争战略，重点发展云计算等通讯设备基础设施、汽车领域、高铁、智能电网等工业设备领域、航空航天等领域，以保持持续稳定的增长。