

证券侵权民事赔偿标准确立的 内在机理与体系建构*

冯 果** 张 阳***

摘要:证券侵权民事赔偿标准深刻地植根于证券市场运作的客观规律和侵权责任确立的基本规则,有着独特、丰富的内在机理和全面、系统的体系构成。一般而言,证券侵权民事赔偿标准包含责任认定、数额确定及责任分配三个要素,价值衡平的理念贯穿于各要素始终。赔偿标准的确立应秉持求同存异的原则,既在共性机理的基础上促进立法统合,也应对特殊情形进行差异化安排。同时,还应在细化法律规范、推进替代性机制及完善责任体系等方面加强系统衔接。

关键词:证券侵权 民事赔偿标准 价值衡平 求同存异 系统衔接

“无救济则无权利”,这一为英美国家所家喻户

* 本文系上海证券交易所联合研究计划课题“证券侵权民事赔偿标准研究”的阶段性成果。

** 武汉大学法学院教授、博士研究生导师,武汉大学资本市场法治研究中心主任。

*** 武汉大学法学院博士研究生,武汉大学资本市场法治研究中心助理研究员。

晓的法律格言充分揭示了救济对于权利实现所具有的特殊意义。作为资金融通、资源配置关键场域及信息、资金等要素集合交会之地,证券市场自诞生之日起便与贪婪、欺诈等相随而行。遏制证券欺诈,给予投资者充分而有效的法律保护,构建公平有序的市场环境是世界各国证券法的共同任务。随着我国金融创新和科技进步的发展,以虚假陈述、内幕交易和操纵市场为代表的证券侵权问题日益凸显。但既有的证券法规范以行政处罚和刑事制裁等公力惩处为主要手段,鲜有涉及对投资者受损利益具有直接补偿功效的民事赔偿规范,投资者难以通过民事诉讼获得有效救济。虽然2003年最高人民法院《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》及2005年《证券法》修订对民事赔偿有初步规定,一定程度上回应了市场关切,但这种局部的先行先试和粗糙的原则性规范并不能为实践问题提供根本性解决方案,制度缺陷依然明显:不仅缺少诱空型虚假陈述的情形规定,更没有涉及内幕交易和操纵市场的民事赔偿标准,而且制度的系统衔接也有待强化。虽然学界和实务界对证券侵权民事赔偿责任的反思一直没有停止,甚或相当热烈,但多属于针对某种侵权行为的探究,证券侵权民事赔偿标准的系统性论证付之阙如。在现代国家,权利救济总是与司法紧密相联,赔偿范围的厘定及赔偿标准的确立是民事救济最为基础的问题,证券市场及证券侵权的多样与复杂决定了证券侵权损害赔偿决非算法确定的技术性问题,而是涉及价值判断、利益衡平等基础性理论问题,需要我们从更加全面的视角去理解资本市场运作的一般机理,从而构建起合理的赔偿理论与规则体系。

基于此,本文拟从系统分析进路出发,剖释证券侵权民事赔偿标准的要素组成,探讨标准确立背后蕴含的各种价值如何平衡,分析标准的共通机理和特殊情形,以及从三个维度建构民事赔偿及相应制度的系统衔接,以期为证券侵权民事赔偿责任的落实和投资者权利救济提供理论基础和制度架构。

一、构成要素及价值衡平

专业性、结构复杂和动态变化是证券市场的典型特征,以此为基又增添了计算法则和利益权衡的证券侵权民事赔偿标准更是内容多样、结构繁复,若要对其有效厘清,首要之举应是选择合适的切入进路。现有研究多采用发现特定问题后用特定方法化解的分析型进路,^[1]如此虽可因应特定时空下的具体问题,但此般静态的、针对性方法难以及时跟进市场态势,且离散化研究也无益于理论共识的提炼和规范制度的统合。正如美国 Ruhl 教授所言,“如果仅进行不断细化的离散分割,我们将无法掌控法律与社会的动态特性”。^[2]而系统分析进路(system analysis approach)则是适应证券侵权复杂情形的合理选择,其更为注重系统的结构要素、关联关系及运作功能,通过类别化方法将各部分置于系统整体中进行动态分析,^[3]从而有助于从根本上把握系统的本质特征和构成要素,也便于更客观全面地平衡关涉其中的价值,进而为制度设计提供既持续稳定又富于灵活性的框架规范。

(一) 构成要素:责任认定标准、数额确定标准和责任分配标准

从系统分析角度观之,证券侵权民事赔偿标准是一组彼此关联的概念整体,包括赔偿责任认定标准、赔偿数额确定标准和赔偿责任分配标准,贯穿于行为发生、责任涵摄、损失计算、主体归责、责任分配,从证券侵权行为发生到证券侵权责任认定,再到证券侵权责任承担这一证券侵权民事赔偿案件的全部流程。(1)赔偿责任认定标准,是指能够

[1] 目前研究主要集中于对特定对象的“精细化”讨论,围绕虚假陈述、内幕交易及操纵市场等违法行为进行分析,从宏观系统视角对证券侵权民事赔偿整体标准的探讨相对较少,即使少有的“系统论述”也多采取技术性处理:先整体铺陈后再将主要篇幅放于对子内容具体行为的分别探讨。

[2] See J. B Ruhl, *The Fitness of Law: Using Complexity Theory to Describe the Evolution of Law and Society and Its Practical Meaning for Democracy*, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 49(1996), p. 906.

[3] Lynn M. LoPucki, *The System Approach to Law*, *Cornell Law Review*, Vol. 82(1997), p. 509.

据以认定某种类型的证券市场违法行为是否符合证券侵权责任规范要件的依据,包括客观认定标准和主观认定标准两类。对于具体的证券市场违法行为事实能否为该认定标准所涵摄,一般遵循从客观认定标准到主观认定标准的逻辑脉络。赔偿责任认定标准是证券侵权责任分析的逻辑起点,也是判断证券侵权行为是否承担侵权民事赔偿责任的概念基础。(2)赔偿数额确定标准,是指在认定侵权人应当对其行为承担赔偿责任的基础上,如何确定被侵权人的损失范围,进而通过何种计算方法对于被侵权人的损失范围予以限定和明确。赔偿数额确定标准是证券侵权民事赔偿标准的核心,损失范围的界定体现立法者的基本立场,而损失计算方法在成熟资本市场国家则是司法者发挥自由裁量权的主要场域。(3)赔偿责任分配标准,是指侵权人因其行为给被侵权人造成损失之后,应当依据何种归责原则对各个侵权人的行为进行追诉,以及如何确定不同证券侵权主体之间的赔偿责任的规范标准。赔偿责任分配标准主要解决证券侵权责任如何在赔偿义务人之间合理配置问题,对于赔偿责任分担的认定既是体现立法智慧、权衡各方利益关切之后的制度选择,也是回应被侵权人基本诉求、正当分配被侵权人所担责任的现实基础。上述赔偿责任认定标准、赔偿数额确定标准和赔偿责任分配标准三要素相互联系、环环相扣,以层层递进的自治逻辑共同组成了证券侵权民事赔偿标准的闭环体系。

(二) 价值衡平:直接性、适当性、平衡性、体系性与可行性的确立

闭环体系中的三要素虽然各自功能定位不同,但共同服务于证券侵权民事赔偿标准的确立及施行。能将分散的要素聚合并统领证券侵权民事赔偿标准的关键在于价值衡平理念贯穿始终的底线把控。价值是一种表征关系和偏好的范畴,在证券侵权民事赔偿标准中,有五组价值需要重点平衡。其一,投资者角度,要注意补偿投资者损失与防止民事责任成为投资者保险的平衡,损害赔偿应与违法行为具有“直接性”的关联。证券市场本身蕴含高风险的特质,投资者在进入市场时应应对风险和收益的配比关系及风险负担归属有清晰认知,违法行为导致的投资者损失确应得到合理救济,但正常市场风险需由投资者买者自负。切不可使民事损害赔偿机制成为投资者投资的“保险”,使投资者产生“刚性获益”的畸形预期。其二,双方当事人角度,要平衡原告和被告

的利益,确立“适当性”原则,使侵权人承担的民事赔偿责任与其侵权行为对投资者造成的损失程度相当。例如,证券特殊的集合竞价和匿名成交的交易机制使投资者取证相对困难,理论和实践中则多采纳因果关系推定对原告进行倾斜照顾,便利其诉讼救济,但同时还须对侵权赔偿上限和合理区间进行相应限制以平衡被告损益,避免任何不当损失均由被告承担。其三,诉讼秩序角度,既要保证投资者正当诉权,亦要避免滥诉发生。一般而言,较于侵权人,证券市场的普通投资者在信息、资金或经验等方面处于弱势的地位,由于技术能力不足、诉讼成本过高、诉讼结果的不确定性等因素影响,其往往缺乏诉讼动力。^{〔4〕} 基于此,为保证其证券侵权赔偿的诉讼权利顺利行使,应在实体法和程序法方面对其予以特殊安排;但亦要以“平衡性”为原则导向,杜绝诉讼权利被投资者随意滥用,避免对波及的并无实际责任的被告产生过大影响,也减少司法资源的廉价占用。其四,不同责任形态角度,确保民事责任、行政责任和刑事责任各自定位明确、相互补充、轻重结合、层次递进。在确立证券侵权民事赔偿标准时,既不能忽视行政责任和刑事责任对被告惩处和市场秩序维护的功效,又要突出民事责任对投资者救济之损害填补的核心作用。^{〔5〕}

上述四组价值的衡平是实质价值层面的考量,而证券侵权民事赔偿标准的第五组价值衡平则主要是从工具价值角度出发对“可行性”的关注。准确性(accuracy)和可用性(usability)是对可行性的基本注解。^{〔6〕} 一方面,证券侵权民事赔偿涉及多方利益主体,且相关违法行为对证券市场秩序有重大影响。赔偿标准出现轻微差别,便可能对相关当事人利益分配和损失负担产生巨大影响,因此要保证计算的科学性、准确性。但另一方面,证券市场十分复杂,无论是非法所得计算,还

〔4〕 赵旭东:《内幕交易民事责任的价值平衡与规则互补——以美国为研究范本》,载《比较法研究》2014年第2期。

〔5〕 冯果主编:《证券法》,武汉大学出版社2014年版,第322~324页;张旭:《民事责任、行政责任和刑事责任——三者关系的梳理与探究》,载《吉林大学社会科学学报》2012年第2期。

〔6〕 Scotland M. Duncan, *Recalculating Loss in Securities Fraud*, Harvard Law Review, Vol. 3(2013), p. 276.

是赔偿请求人损失的计算,都涉及不同时点证券价格的确立,而证券价值的确定往往涉及复杂计算方法,这对投资者乃至法官来说都是一个挑战。再加上证券价格往往是各种因素综合作用的结果,要想排除其他因素的影响科学地计算出侵权行为对证券价格的影响,则更是难上加难。为了提高诉讼效率和法律的确定性,证券侵权民事赔偿标准还应具备易于确定、具有操作性的特征。随着我国证券市场的发展壮大,客观上证券侵权民事赔偿案件越来越多,在数量上呈现出快速增长的态势。受制于法院审理该类案件经验的多寡、不同区域间法治水平的差异、现行规范体系的不确定性等因素的影响,证券侵权民事赔偿标准须满足不同层级法院审理该类案件的实践需要,特别是对审理该类案件经验匮乏的地区法院更是如此。易于确定性原则是制定证券侵权民事赔偿标准所有原则中的首要考虑,将易于确定的损失计算方法与时点认定规则通过立法形式予以明确,将不仅回应证券市场日益发展所带来的相关案件增多的现实审判需求,也能够增强法律的确定性,为证券市场投资者提供更为充分的保护。

因此,构成要素和价值衡平为证券侵权民事赔偿标准的确立奠定了理论基石,前者从结构组成的角度界定了赔偿标准确立的基本范围,后者则从理念导向的层面明确了赔偿标准确立的衡量因素,对二者的有效厘清是我们深入探讨标准制度建构的必要前提。

二、共通机理与标准选择

证券侵权行为有虚假陈述、内幕交易、操纵市场等多种样态,且随着证券市场的发展还会不断交融衍化产生新的类型。如何透过纷杂复杂的形式表象来认识各类侵权行为的实质特征,从根本上把握各种侵权民事赔偿标准的共通机理,进而在制定立法或司法解释时明确相应的标准选择,并进行必要的统合就尤为重要。证券市场虽然以复杂化和专业化著称,但其在交易模式、组织架构及价格运动等方面仍存在相对明确的共通性规律,本部分将主要以侵权赔偿的要素构成为主线,探寻证券侵权民事赔偿标准的共性机理。

（一）责任认定的适用前提、损害结果类型及因果关系推定

作为侵权责任的低位概念，证券侵权赔偿责任的认定亦遵循四要件构成：违法行为、主观过错、损害事实及因果关系。但由于证券市场的特殊性，这种责任与传统侵权责任的演绎推导存在差异，其准确性应是一种建构在侵权责任基础上的特殊法定责任。^{〔7〕} 这种责任仍以一般侵权责任理论为分析起点，但应对部分具体构成要件进行适当变动，以因应证券市场的特殊问题。首先，责任认定的适用前提应主要是以集中撮合和匿名交易为特征的场内组织交易中发生的侵权行为，非公开的场外私募交易因其具有合约特性、参与主体适格要求及一对一交易模式等特征，若发生争议可进行违约责任或一般侵权责任的认定。其次，无论是专注于信息的虚假陈述、内幕交易，还是夹杂着信息和资金等市场力量的操纵市场，违法行为要件都要有“重大性”要求，^{〔8〕} 只有违法行为符合一定重大性标准其才会对市场价格和交易量产生切实影响，进而对市场中的投资者产生经济利益的侵害。再次，损害结果应限于直接的财产损害，可期待利益损害等间接损害及精神损害不能归入赔偿范围。上述两类损失主观性较强，在实践中难以认定，且举证困难，一旦适用不当将会给侵权人带来巨额赔偿责任，使得其行为与损害不相当。最后，违法行为和损害事实的因果关系适用因果关系推定。因果关系一般有交易因果关系和损害因果关系、责任成立因果关系和责任范围因果关系等传统的民法二元划分，这种划分背后体现着严格的举证责任和缜密的侵权赔偿逻辑，但在证券侵权赔偿认定中其适用价值并不大。证券市场不仅人数众多、交易迅速、成交量大，且其以计算机网络技术为基础采用主机撮合的方式使违法行为与受害人并不直接接触，再加上市场“多因一果”的复杂关系和投资者相对较弱的客观

〔7〕 尤婧、顾文达：《虚假陈述民事赔偿责任中的损失认定与计算规则研究》，载《证券法苑》2017年总第23卷；冯果、李安安：《内幕交易的民事责任及其实现机制》，载《当代法学》2011年第5期；杨秋林：《试论操纵证券市场的民事责任研究》，载《证券法律评论》2017年卷。

〔8〕 虚假陈述和内幕交易以信息为基础，重大性已被立法明定；操纵市场行为虽然没有明确指明违法行为的重大性要求，但“操纵”即有干预、影响力大的本意，再结合《证券法》第77条对操纵市场违法行为的四类列举的着眼点都提及要对交易价格或证券交易量有影响，也可推定违法行为应有重大性要求。

事实,若将严格复杂的举证责任强加于投资者之上,则其成功求偿的可能性微乎其微。实际上,因果关系的认定进路在很大程度上是价值平衡后的技术选择,是对证券侵权行为负面评价与保护投资者需要的体现。适用因果关系推定和举证责任倒置的一体化因果关系认定恰恰是对投资者保护的集中程序性体现,有利于实现诉讼的实质公平。〔9〕

(二) 数额确定的主要方法、范围限制及系统风险的排除

赔偿数额计算方法是落实证券侵权民事赔偿责任的关键,损失数额如何确定,直接关系到投资者的切身利益。目前,市场较公认的方法是净损差额修正法(expedient out of pocket measure),〔10〕也被称为市场调整型法(the market-adjusted method),〔11〕该法从净损差额法演变而来。净损差额是指原告实际交易时的市价(price)与标的物真实价值(value)之间的差额。由于证券真实价值较难准确观测,操作性较差。为确保投资者损失被合理评估,“合理期间”的概念随之被引入,其将证券违法行为发生后一段合理期所达到的平均价格作为计算基础,通过合理时间的设置缓和市场非理性行为,进而促使证券价格趋近“真实价值”。例如,美国1995年《私人证券诉讼改革法》第101(b)条在《证券交易法》中增加的第21D(e)条中规定的“信息披露后90日”、我国台湾地区“证券交易法”第157条规定的“信息公开后10日”等。如此,该法既有科学性基础,又能兼顾操作性便宜,可有效适用于虚假陈述、内幕交易和操纵市场等证券侵权民事损害赔偿数额的确定。当然,

〔9〕 例如,2003年最高人民法院《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》未严格区分责任构成因果关系和责任范围因果关系,而是在借鉴域外欺诈市场理论和信赖推定原则的基础上确立了“因果关系推定”的规则,适应了证券市场的特殊情形。近年来,内幕交易和操纵市场采用因果关系推定也有学者进行系统论证,例如,杨峰:《美国、日本内幕交易民事责任因果关系比较研究》,载《环球法律评论》2006年第5期;廖升:《操纵证券市场侵权责任之因果关系》,载《法学评论》2017年第1期等。

〔10〕 还有毛损益法(gross income loss)、重买(cover measure)/重卖价格法(resale price measure)等。但毛损益法的适用前提需双方存在买卖契约关系,无法适用于“集合竞价”交易模式,不适用于上市公司;重买或重卖法适用情形单一,且有增大侵权人责任之嫌,有部分惩罚的性质,计算欠缺科学性、公平性。

〔11〕 Scotland M. Duncan, *Recalculating Loss in Securities Fraud*, Harvard Law Review, Vol. 3(2013), pp. 262-264.

采用因果关系推定可能会使证券侵权赔偿数额存在过大的后果,基于价值衡平的考虑,也应对赔偿数额进行必要的范围限制。首先,从填补损害的角度来看,投资者主张的证券侵权损害赔偿不得超过其实际发生的损失;其次,对投资者填补损害的追求不应无节制地凌驾于惩戒违法者之上,适当地限缩违法者责任范围有利于减少失当威慑对证券市场运行机制造成的负面影响。以违法所得作为民事赔偿数额的上限确立基准是一种合理的选择,当违法者收益大于或等于投资者损失时,惩罚基准应是违法者收益。当违法者的收益小于投资者损失时,惩罚基准应是受害者损失。^[12]同时,可以根据被告过错、被告清偿能力、原告受害程度、损害后果等规定动态的上限设定标准,允许将赔偿数额提高到违法所得的一定倍数,以此协调各方利益的平衡。

应注意的是,证券市场是高度复杂和虚拟的市场,投资者损失是由多种因素综合作用的结果,除去违法者行为影响外,还主要掺杂着系统风险的因素,因此,侵权损害赔偿的计算应有效剔除系统风险^[13]的“干预”。一般而言,系统风险可通过大盘指数和板块指数的数据变动情况加以判断。在考虑行业板块与整体市场对股价的影响时,应注意行业板块与上市公司股价关联度更高这一基本事实。不同行业有不同行业特征与运行周期,个股所处的行业板块波动情况更能反映其他因素对证券价格所造成的实际影响。将系统风险所致损失数额确定基点定位于更靠近行业板块指数的一侧,有利于估算出最接近客观损失的致损数额,在实践中也可减少参考标准的冗杂,便于司法操作。^[14]当然,证券侵权赔偿标准确立的结果只能相对准确,无法得出精准数值。

[12] 邢会强:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择》,载《中国社会科学》2018年第4期。

[13] 系统风险(systematic risk)不同于系统性风险(systemic risk)。前者指无法通过投资组合进行有效分散的风险,主要由市场外部因素引起,如政治经济周期、宏观政策调整,危害限于资本市场(主要是投资者)且不会影响金融体系运行;后者指整个系统出现失效或崩溃的风险,多由市场内部因素引起,如杠杆交易机制,其传染性强,存在溢出效应和连环效应(chain-like effect),对整个经济有重大负面影响。

[14] 甘培忠:《论证券虚假陈述民事赔偿中系统风险所致损失数额的认定》,载《甘肃社会科学》2014年第1期;刘振:《关于证券市场系统风险所致损失数额的认定》,载《人民司法》2008年第11期。

正如我国台湾地区曾世雄教授所言,“计算损失大小,归根结底是法律问题而非数学问题,虽然计算损害大小,应尽量与数学原则相符合,但是于特别情形下为顾忌其为社会科学并无绝对与数学原则一致之必要”〔15〕

(三) 责任分配的外部连带关系拟制和内部原因力程度的划分

证券侵权行为的发生往往关系复杂。赔偿义务人单一,所造成的损失由赔偿义务人全部责任财产承担无限责任的情况较少发生,大多数情形则是侵权行为人存在链条群,且呈现出复杂化、复数化的趋势。而责任分配关涉侵权赔偿标准的具体落实,是侵权赔偿后续有效执行的基础,因此,链条上不同主体对外是怎样的责任承担形式,对内又如何将责任在这些主体间进行划分就尤为重要。在传统“面对面”的证券交易中,由于契约上存在明确的买卖双方,使此种情况下交易对象实际可查,即使存在多数人侵权,也可计算每个侵权行为带来的损失,对外按份责任的承担具有可行性。但随着技术的发展,证券交易以集中竞价和匿名撮合机制为核心,交易通过电脑网络按时间先后和价格高低自动撮合,按份责任在此难以成行。此时,以连带责任为对外责任形式便十分重要,尤其是应加强法律拟制的“构建性连带责任”〔16〕对部分关联侵权人进行整体侵权的拟制。如此规定的正当性基础在于对受损投资者利益的实质性保护。除对外承担连带责任外,还应对内进行侵权人之间的责任划分。根据《侵权责任法》第14条的规定,“连带责任人根据各自责任大小确定相应的赔偿数额;难以确定责任大小的,平均承担赔偿责任”。因而,内部责任划分应以原因力为纲,以投资者损害发生的违法行为为轴心,依照行为影响程度的大小确立相应的内部责任分配标准。

三、特殊所在与差异考量

标准的确立应尊重证券市场运作的客观规律,过度简化和盲目统合不仅无法有效化解问题,反而会产生新的制度风险。共性机理是赔

〔15〕 曾世雄:《损害赔偿法原理》,中国政法大学出版社2001年版,第169页。

〔16〕 张平华:《连带责任的弹性不足及其克服》,载《中国法学》2015年第5期。

偿标准建构的基础,但共性不能掩盖个性,证券侵权民事赔偿标准的系统内部仍有其特殊所在。如表 1 所示,证券侵权民事赔偿标准的差别分布可从三个角度进行认识:(1)从微观角度来看,每种类别的侵权行为仍有信息利好还是利空、投资者是机构还是普通自然人、赔偿计算是损失赔偿还是违法所得的差别;(2)从中观角度看,不同类别的侵权行为(虚假陈述、内幕交易及操纵市场)的违法行为特征、主观归责要件及分类计算要求仍有不同;(3)从宏观角度看,不同市场的证券侵权民事赔偿标准也有差异,除了在公开股票主板市场外,在新三板市场、债券市场乃至衍生品市场的适用都有不同要求和特殊规范。这些差别给证券侵权民事赔偿标准的统合带来了难度,但特殊之处乃市场的客观存在,不能对其忽视,盲目地统合立法并不可取,在不同位阶规范的协调下保持系统共性和特性共存,实现有序分离适用才是可行的选择。

表 1 证券侵权民事赔偿标准的差别分布

微观角度:每种类别	中观角度:不同类别	宏观角度:不同市场
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 信息:利好/利空 ➤ 投资者:机构/个人 ➤ 赔偿:损失赔偿/违法所得 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 违法特征:欺诈/潜在 ➤ 主观归责:多元/单一 ➤ 计算方法:分类/统合 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 股票市场:主板/新三板 ➤ 证券市场:股票/债券 ➤ 金融市场:现货/衍生品

(一)微观上每种类别的差异:信息、投资者与赔偿

证券市场的信息有利好与利空之别,不同信息对每种类型的侵权赔偿有不同影响。以虚假陈述为例,根据信息属性,其有诱多型与诱空型之分,二者在赔偿对象和系统风险的剔除上存有差异。首先,前者的赔偿对象既包括在虚假陈述实施日至揭露日(或更正日)期间买入,并于揭露日(或更正日)以后卖出的证券的投资者,还包括在虚假陈述实施日至揭露日(或更正日)期间买入,并于揭露日(或更正日)至基准日期间持有证券的投资者。而后者则集中于在虚假陈述实施日前买入,并于虚假陈述实施日至揭露日(或更正日)期间卖出证券的投资者。^[17] 其

[17] 樊健:《我国证券市场诱空型虚假陈述民事责任研究》,载郭锋主编:《证券法律评论(2017年卷)》,中国法制出版社2017年版,第264~280页。

次,在诱多型虚假陈述中,证券市场综合指数、行业板块指数及个股价格同时出现下跌,即可认定系统风险存在。毕竟,诱多型虚假陈述被揭露的这一事实属于利空消息,一旦其被公之于众,一般会引起股票价格下跌,与此同时证券市场的下跌亦构成股价下跌原因之一,因而须将其中因系统风险、行业因素影响等非虚假陈述因素剔除。但在诱空型虚假陈述中,信息披露义务人发布的诱空信息被揭露后(隐瞒或者迟延披露的利好消息被释放),一般会引起股票价格上涨,在个股呈现上涨之势时,市场综合指数、行业板块指数的上涨方可构成对股价上涨的助力之一。若此期间市场整体走强或行业普遍上涨,导致投资者实际损失小于投资者买入与卖出证券价格之差,需将证券市场整体走强所导致的证券价格上涨(系统风险)剔除。可见,诱多型与诱空型虚假陈述中系统风险的认定及计算是截然相反的。因此,在侵权损失赔偿标准确立时,应根据信息属性的差异来区别制定。

根据资金、经验和抗风险能力等因素,证券市场投资者一般有机机构投资者和个人投资者之分,二者的内在差异也影响侵权赔偿标准的适用。虽然投资者保护的基本价值倾向并不排斥机构投资者,但机构投资者的技能、知识、经验、分析决策能力确实更为专业,应对其施加一定的特殊要求,如在因果关系推定时,其应有充分证据充分证明机构投资者是善意投资人(如恰当履行研究决策程序、提交相关投资研究报告等)时,才能适用因果关系成立的推定。^[18]当然这种注意义务的证明也不能过于严苛,一般而言,只要其在投资者决策时没有故意或重大过失即可,否则会促使机构投资者过于保守和谨慎,不利于实现投资者的目的。此外,从赔偿角度看,证券侵权民事损害赔偿虽然在大多数情形下要参照侵权人的违法所得,但二者计算方法存在实质不同。例如,投资者存在实际损失时,侵权人可能并无实际违法所得;侵权人期初持股时对卖出与买入证券的对应关系,剔除期初持股对违法多得的影响。违法所得的计算有其独立的计算方法(如先进先出、后进先出等),应与损害赔偿计算方法进行必要的区分,以免混淆。

[18] 贾纬:《证券侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

(二) 中观上不同类别的差异:违法特征、主观归责与计算方法

不同证券侵权行为违法特征也有显著差异,虚假陈述和操纵市场以“欺诈理论”为理论依据,内幕交易对市场的损害则更多的是基于“公平交易理论”的认知,侵权人使用非法的信息优势,侵害了交易对手依据平等决策基础和相同成败机会进行公平交易的合法权益。^[19] 违法行为的致损机制不同,内幕交易人往往悄悄操作、“闷声发财”,而其余两类则一般须有积极主动的欺诈行为来使市场投资者“上钩”,进而影响证券价格或证券交易量。当然,虚假陈述和操纵市场也有不同,前者行为方式相对单一,以信息披露为核心载体,后者则行为多样,除传统的信息型操纵外,还有多种市场力量型操纵(如资金型操纵、指数型操纵)等手段,近几年又逐渐兴起高频交易和幌骗交易,复杂的情形使得立法对后者的责任定性及赔偿数额确定也更为困难。^[20] 在违法行为外,三类证券侵权行为的主观归责要素也各有不同。虚假陈述根据主体的不同有无过错责任(发起人、发行人或上市公司)、过错责任(发行人、上市公司的控股股东、实际控制人、董、监、高)和过错推定责任(保荐人、承销商及会计师事务所、律师事务所等专业中介服务机构)。内幕交易则以过错责任为主观归责依据,对其规制的目的不在惩罚无辜的交易行为,而是禁止行为人有意地不当使用信息而使自己或他人获得相对于交易对方的不公平的优势,^[21] 这种过错包括故意和过失。而操纵市场行为认定的主观要件强调故意而非过失,从《证券法》规定中的语词“单独或通过合谋”“操纵证券交易价格”等也能清晰地推出同样的结论。因此,三类行为主观归责原则适用的复杂程度按递减排序依次是虚假陈述>内幕交易>操纵市场。至于三类损失赔偿的计算方法,虽然均以净损差额修正法为基础,但在细化的分类和统合的程度上仍有不同。虚假陈述和

[19] Bruce W. Klaw, *Why Now is the Time to Statutorily Ban Insider Trading under the Equality of Access Theory*, *William & Mary Business Law Review*, Vol. 7 (2016), pp. 333 - 334; 王林清:《公平交易理论下内幕交易受害投资者司法救济》,载《中外法学》2017年第3期。

[20] Tom C. W. Lin, *The New Market Manipulation*, *Emory Law Review*, Vol. 66 (2017), pp. 1253 - 1314.

[21] Neha Jain, *Significance of Mens Rea in Insider Trading*, *Company Lawyer*, Vol. 25 (2004), pp. 133 - 137.

内幕交易的侵权损害赔偿计算分为利多(诱多)信息与利空(诱空)信息两条进路;而操纵市场损害赔偿的计算方式并不需要细化分类,无须判断操纵行为人是拉抬还是压低证券价格,通过统合计算投资人在操作行为被扭曲期间以不实价格买入股票受到的损害与卖出股票受到的损害,将二者相加即为合计的损失。

(三)宏观上不同市场的差异:股票市场、证券市场与金融市场

目前,证券侵权民事损害赔偿标准的讨论多集中于股票市场,尤其诸多前提限定于主板市场,而对其他市场的涉及相对不足。实际上,不同市场各有特性,切不可用主板股市侵权损害赔偿规范来笼统地统摄其他市场。首先,证券侵权损害赔偿的确立要求市场价格对信息反应须“及时且有效”,^[22]根据有效市场之分类,这应发生在半强式有效市场中。无疑,在股权分置改革后,我国A股主板市场的流通量和股票交易量均大幅提升,已进入半强式有效市场,^[23]市场价格对信息反应较为灵敏。然而,与主板不同,新三板市场的发展仍处于初始阶段,其有限做市商主导的交易机制仍面临流动性不足的困境,^[24]由于股票供需缺乏充分的竞争,股票价格对信息的反应存在滞后、失真的问题。因此,不能完全遵循主板逻辑和公开发行逻辑,盲目地将主板市场证券侵权损害赔偿的因果关系推定照搬到新三板市场适用,新三板投资者若要寻求诉讼救济,还应进行必要的举证。当然,新三板市场以机构投资者为主,也具备相应举证能力。其次,除股票市场外,证券市场的另一关键组成部分是债券市场。但长期以来,囿于“重股轻债”的观念桎梏,证券侵权民事损

[22] 根据“有效市场”(efficient markets)的三类划分,弱式有效市场(weak form efficiency market)只能反映行为披露的所有历史信息,对并不能准确反映当前公开披露的信息。强式有效市场(strong form efficiency market)的证券价格则可反映所有与行为有关的信息,包括公开和未公开的信息,这显然不合实际。而半强式有效市场(semi-strong form efficiency market)的证券价格能及时反映行为人披露的所有公开信息,因此,只有在半强式有效市场上,证券价格才能对上市公司所公开披露的信息作出准确并及时的反应。参见 Marc I. Steinberg, *Securities Regulation*, Matthew Bender & Company, Inc, 2009, pp. 451 - 460。

[23] 叶志强:《股权分置改革后我国证券市场有效性研究》,载《投资研究》2013年第5期。

[24] 祝惠春:《新三板5周岁:流动性仍是成长烦恼》,载《经济日报》2018年1月23日,第6版。

害赔偿标准被视为股票之专属,债券市场的规范建构颇受漠视,如《证券法》对内幕信息的规定,明显是对上市公司股票交易设置的。实际上,股票和债券差异显著:从产品属性看,债券风险主要是信用风险,其收益较为确定,股票风险则主要源于经营风险,其收益难以预估;从主体结构看,债券品种多样且主体结构复杂多元,股票品种则相对单一且主体结构简单;从定价机制看,债券定价与发债主体的偿债能力和市场利率水平紧密相关,而股票则更为看重企业盈利能力的变化和未来成长空间的大小。^[25] 因此,出于体系化的考量,应针对债券市场的特殊性建立契合债券特性的相应侵权损害赔偿救济标准。值得注意的是,如同股票市场有多层次划分一样,债券市场内部也有分层,如目前的交易所市场和银行间市场等,交易的债券和投资者构成均有差异,因此,也应以予以区分对待。最后,证券市场与期货市场的关联密切,二者同属于金融市场的组成。虽然从广义的证券概念和我国现行的《证券法》调整对象出发,目前衍生品市场也受到证券法的一定规范,^[26]但期货市场与证券市场仍存在根本区别:期货交易对象是合约,证券交易对象是财产权益凭证;期货不存在发行环节,证券则必须经过发行环节;期货市场是注重风险关联的衍生品市场,证券市场是以实物交割的现货市场。而且,二者对信息的利用不同,期货市场不存在信息披露的问题,其功能的发生正是以不同交易者的信息不对称和风险偏好差异为基础。^[27] 因此,在证券侵权损害赔偿标准的细化规范中应对二者进行区分,尤其是根据现行规定和立法计划看,我国倾向于实行证券、期货分开立法的模式,可借《证券法》修订和《期货法》制定的契机,对证券和期货在侵权损害赔偿标准中的差异进行立法明定。同时,期货市场衍生自现货市场,与现货市场具有紧密关系,其以现货价格为基础,实践中常发生行为人利用不同市场之间的价格关联,通过在某一市场的操纵来谋求在另一市场获利,实

[25] 张阳:《公司信用类债券信息披露制度的统合建构——以偿债能力为中心展开》,载《证券法苑》2017年总第21卷。

[26] 《证券法》在2005年修订时将证券衍生品种纳入调整范围,在《证券法》第2条中提到“证券衍生品种的发行、交易的管理办法,由国务院依照本法原则规定”。

[27] See Andrew Verstein, *Insider Trading in Commodities Markets*, Virginia Law Review, Vol. 102(2016), p. 491.

现操纵行为和操纵获利结果的分离。^[28] 跨市场操纵存有隐蔽、而巨大的利益空间,侵权行为更为隐蔽,应结合不同市场的差异进行规制并逐步明确跨市场的证券违法行为侵权赔偿标准。

四、系统衔接的三个面向

任何特定制度的落地施行都离不开相关系统的配套衔接。证券侵权民事赔偿制度涉及面广,具体落实难度较大,如欲有效地实现其制度价值,尚需要从三个面向出发进行系统化地考量、协调与建构。首先,在共性基础和差异分析的基础上,证券民事侵权赔偿制度自身不同位阶的立法规范和司法解释该如何安排。其次,除了民事侵权赔偿责任可诉诸于传统的诉讼方式外,还有哪些替代性民事救济方式可供选择,各自的利弊和可行性如何,怎样协调彼此的关系。最后,再上升一个高度,从证券侵权民事责任、行政责任和刑事责任的体系认知出发,如何加强三种责任的有效衔接,以查缺补漏,既能实现有效惩处证券违法行为,又能最大限度地保护投资者合法权益。

(一) 完善《证券法》等法规和司法解释对证券侵权民事赔偿的规定

证券法是证券市场基本法,是市场参与者从事各种证券发行、交易等行为的大纲,证券侵权损害赔偿标准关系到各方利益的衡平以及市场秩序的稳定,应在《证券法》中进行明确规定。《证券法》施行至今已近30年,虽然现行《证券法》对证券侵权民事赔偿问题有初步的规定,如第76条第3款规定“内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”,第77条第2款规定“操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”等,但这些概括性条款过于原则、粗糙,欠缺可行性指引,无法为投资者提供诉讼救济的操作性纲领。应在充分考虑证券侵权民事赔偿的共性机理和特殊差异的基础上,在《证券法》修订中合理增加证券侵权赔偿的损害结果范围、因果关系推

[28] Craig Pirrong, *Detecting Manipulation in Futures Markets: the Ferruzzi Soybean Episode*, <https://www.bauer.uh.edu/spirrong/ferrpap4.pdf>, visited on May 11, 2018.

定、主观归责原则和赔偿上限限制等关键性内容,以为下位阶的法规细化和司法解释的“续造”提供方向引导和底线约束。此外,目前证券侵权民事赔偿司法解释仅有虚假陈述的规定,尚有待完善,尤其要补充诱空型虚假陈述侵权赔偿的规定,至于内幕交易和操纵市场行为的民事赔偿司法解释亦应逐步到位,围绕侵权责任认定标准、赔偿数额确立标准和侵权责任分配标准这三个核心要素进行系统性建构。同时,新三板、债券市场以及期货市场的侵权损害赔偿的特殊性也应在相关立法中予以区别对待。除了实体法层面对侵权民事赔偿实质内容的调整完善外,相应程序法也要有所突破,尤其要构建适应证券民事救济的诉讼方式,证券侵权受害者较多、损害分散,为避免分散投资者因“集体行动问题”而陷入诉讼不经济的困境,我们可改革适用人数不确定的代表人诉讼,借鉴域外集团诉讼中的裁判适用的“退出制”(明示退出+默示加入),^[29]首先默认所有相关主体为集团成员,使判决或裁定既能在全部受损投资者中具有间接扩张适用的效力,解决诉讼裁判适用效力范围过窄的问题,又能通过“通知和确认”机制(证券交易电子化程度高使之成为可能)使不愿受该约束的投资者有除外适用,保障当事人的单独诉讼权利,^[30]进而促进权利实现的成本低廉化和救济效率化。

(二) 推进先行赔付机制与证券侵权仲裁等替代性机制的实施

从实践经验看,先行赔付机制是解决证券市场民事赔偿诉讼难题的替代性举措,^[31]其本质为先行赔付人与投资者之间达成的诉讼外和解协议。^[32]先行赔付首要内容是“先行”,即在正常的司法确认之前实现损害赔偿,将漫长的责任认定和划分程序设置在相对较为容易和快捷的

[29] 据美国的统计显示,真正行使退出权的情况十分罕见,仅有不足1%的受损投资者行使退出权。Theodore Eisenberg & Geoffrey P. Miller, *The Role of Opt-outs And Objectors in Class Action Litigation: Theoretical and Empirical Issues*, Vanderbilt Law Review, Vol. 57(2004), p. 1549.

[30] 李激汉:《英美集团诉讼的特别司法规制——以证券欺诈诉讼为例》,法律出版社2017年版,第62页。

[31] 例如,2013年“万福生科虚假陈述案”是国内首个先行赔付案例,历时仅2个月,共支付投资者1.79亿元损失补偿,覆盖率达99.56%,成为赔偿案例的标志性事件。

[32] 贺剑:《诉讼外和解的实体法基础——评最高人民法院指导案例2号》,载《法学》2013年第3期。

主体之间,^[33]避免投资者陷入烦琐耗时的诉讼程序中,进而降低了私权救济的成本,提高了投资者获偿的效率,有助于证券市场实质正义的实现。由于先行赔付机制关系到涉案当事人的权益分配,其适用应在自律性管理基础上以相关法律的明定为根本保障。在我国,先行赔付机制与投资者保护基金制度最为契合,应在《证券法》《证券投资者保护基金管理办法》等法律法规中规定基金的资金来源及赔付机制(对象、范围、比例、程序),并明确赋予先行赔付人代位求偿权和债权优先权,以为该制度施行提供正当性依据。当然先行赔付机制并不能取代证券侵权民事诉讼,在立法安排时还应对二者进行必要协调。除诉讼路径外,近年来,证券侵权仲裁机制亦逐渐具备替代司法救济机制的功效。美国自1987年希尔逊/美国运通公司诉麦克马洪案起正式确立了证券侵权纠纷的可仲裁性。^[34]自治、可预期、以契约为基础的仲裁解决纠纷方式,符合投资者利益实现和保障的宗旨,且较于传统司法诉讼有以下替代性优势:(1)对严格诉请规则的舍弃,证券仲裁不适用于诉讼规则上烦琐的诉辩要件,仲裁请求只需说明特定事实和请求即可;(2)不适用严格的证据规则,仲裁庭查证规则具有灵活性和效率性,保证了证券纠纷的快速高效解决;(3)仲裁可直接适用行业惯例或公平原则,能有效弥补法律滞后性的弊端,对证券侵权赔偿作出更客观实际的裁决。^[35]基于证券市场法律关系的复杂性,为保证证券侵权仲裁有统一、科学的仲裁规则,可在现有主流的、以地域为基准的仲裁机构设立体制之上建立行业仲裁,^[36]确保仲裁专业性。同时,公正性是仲裁的生命,我们还应从证券侵权仲裁管理机制、组织架构及仲裁规则等方面来确保其中立性的基本定位。需注意的是,证券侵权仲裁是投资人的一项选择,须妥善处理其与司法诉讼的关系,加强与市场自治相容性的契合,不

[33] 段丙华:《先行赔付证券投资者的法律逻辑及其制度实现》,载《证券市场导报》2017年第8期。

[34] Shearson/American Express v. McMahon, 482 U. S. 220(1987)。

[35] 王克玉:《确立与完善我国证券侵权仲裁机制的路径分析》,载《法学论坛》2015年第2期。

[36] 实际上,早在2007年我国内地首家金融仲裁院便在上海落户,北京、深圳、武汉、成都也都建立了金融仲裁机构,在其仲裁规则中大都明确涵盖金融纠纷,但实际收案审理的证券侵权案件却微乎其微。

能强迫投资者适用仲裁。

(三) 加强证券侵权民事责任、行政责任与刑事责任的有效衔接

在证券侵权民事责任外还有行政责任和刑事责任,民事责任的填补投资者损害,行政和刑事责任则重在惩戒违法行为人和遏制市场不当行为,三者相互补充、紧密联结,共同构成证券违法行为的责任体系,致力于维护证券市场的稳定有序。而通过检视《证券法》法律责任的条文分布可知,目前立法结构上三种法律责任类型配比存在严重失衡的问题,^[37]现行制度对证券侵权违法行为的责任集中于行政责任和刑事责任的制裁,民事法律责任未得到足够重视,投资者受到的损害无法获得充分的补偿。因此,应丰富完善民事责任标准,增强民事责任的可操作性。但亦要认识到仅在条文数量上增加民事责任的占比并不能保证责任的实质落实,还应确保民事责任在证券侵权违法责任中处于基础性地位,证券违法行为一般会同时侵犯多重法益,面临多个法律责任的承担,从而产生责任竞合。在平衡各种责任时,确保民事赔偿责任的优先性,优先的关键在于执行优先,优先于行政罚款和刑事罚金。(1)在行政、刑事已经裁决但未执行时,可通过建立“暂缓入库”制度(明确暂缓的合理期限、款项由谁保管等),将行政罚款和刑事罚金交由有关机关代为保管并专项存储,当责任主体民事赔偿不足时,因同一事由预先罚没的款项优先用于民事赔偿,剩余部分再上缴国库,从而保证证券民事赔偿责任的顺利实现。(2)在行政罚款或刑事罚金已经执行完毕时,可借助确立“财政回拨制度”,使受损投资者有权请求国库或财产刑、罚金的收取者返还财产以实现其债权。^[38]从系统论角度出发,不同责任形式有各自责任限度内的功能,只有通盘考虑将各种责任聚合,才能有效实现立法目的。这就要求我们明确三类责任的定位,加强不同责任的配合与衔接,从而形成一个包括事前、事中、事后,轻重缓急,层次递进“有梯度”,

[37] 《证券法》第11章专章规定了法律责任,共48个条文,其中40余个涉及行政责任,刑事责任则通过第231条“违法本法规定,构成犯罪的,依法追究刑事责任”予以转引,民事责任则仅有第190条、191条、210条、214条四个条文有所涉及。

[38] 陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2017年第6期。

涵盖全面的法律调整体系,实现对违法行为的全面防控。^[39]如此责任体系的建立,不仅有助于彰显民事责任的独立性和优先性,避免行政责任和刑事责任对其产生侵蚀,也有助于实质性惩处证券违法行为,推动证券市场平稳健康发展。

五、结语

证券侵权民事赔偿标准的确立不能狭隘地理解为计算法则的技术处理,也不能片面地局限于对单一类型侵权的针对性“修补”,其必须在遵循侵权责任一般机理的基础之上,深刻地反映证券市场特殊的客观规律。从系统的体系建构视域出发,证券侵权民事赔偿标准是一组彼此关联、逻辑自洽的概念整体,由责任认定标准、赔偿数额标准和责任分配标准三要素组成,价值衡平的理念贯穿标准始终。由于证券侵权形式复杂多样,标准的确立应秉持求同存异的基本原则,既在共通机理的基础上促进相关立法的统合,也应对特殊情形进行差别化安排。此外,制度价值的有效实现尚要进行三个维度的系统化统筹,包括完善证券民事赔偿标准自身的立法和司法解释的规定、推进先行赔付机制和证券侵权仲裁等替代性机制的实施以及加强证券侵权民事责任、行政责任、刑事责任的有效衔接。唯有正视证券侵权民事赔偿标准这一制度短板,并采取系统性的举措,证券市场的源泉——投资者的利益才能得到实质性保护,证券市场其他制度的施行才有根本保证,证券市场才能在不断的创新变革中实现稳定前行的愿景。

(编辑:谢贵春)

[39] 同前注[4]。