

证券内幕交易损害赔偿的 公私法协作

鲍晓晔*

摘要:现有证券立法已对内幕交易的赔偿责任进行了明确规定,但实践中内幕交易受害人仍面临损害赔偿难的困境。参考美国内幕交易案件集团诉讼和公平基金制度的发展历程和经验教训,我国应公私法协作加强投资者保护力度,加强证券内幕交易损害赔偿的私法救济,构建证券内幕交易执法中的公共补偿机制,完善公私法救济的衔接与协调,发挥损害赔偿的惩罚与补偿功能,实现对内幕交易违法行为的威慑,提振投资者信心。

关键词:内幕交易 损害赔偿 公私法协作

内幕交易利用未公开的重大信息谋取私利,严重损害了投资者对证券市场公开公平的信心,历来是证监会稽查执法严厉打击的重点。^{〔1〕}内幕交易侵犯投资者公平交易权,在行政监管机构严厉打击

* 上海师范大学商学院副教授,法学博士。

〔1〕 参见《证监会严厉打击操纵市场、内幕交易等证券违法活动》,载中国证券监督管理委员会网,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100200/c05e21eae5f648f58865797e491dd3a6/content.shtml>,2021年7月9日访问。

的同时,完善内幕交易受害人赔偿制度也必不可少。现有证券立法已对内幕交易的赔偿责任进行了明确规定。根据《证券法》第53条第3款,内幕交易行为给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。目前,我国证券内幕交易受害人的主要救济方式是通过司法途径请求民事赔偿,但从司法实践来看,内幕交易民事赔偿诉讼的成功率很低,仅有的成功案件为光大证券“乌龙指”事件引发的内幕交易民事赔偿案。因此,如何完善证券内幕交易损害赔偿机制、畅通受害人赔偿渠道,值得业界和学界共同探讨研究。

一、我国证券内幕交易损害赔偿的立法与实践

(一) 证券内幕交易损害赔偿的相关立法

内幕交易有违市场公平,已被世界各国证券立法明确禁止。在法律层面,我国《证券法》第50条至第53条、第191条对内幕交易的认定及其法律责任作出了明确规定。但与内幕交易损害赔偿直接相关的条款只有第53条第3款,该条款对违法者承担民事赔偿责任作出了原则性规定,为投资者寻求民事纠纷提供了法律依据,但该条款并没有具体明确民事赔偿责任的归责原则、构成要件、原被告诉讼资格、诉讼程序等问题。在行政法规和证监会部门规章层面,目前尚无关于内幕交易损害赔偿的相关文件。相关的司法解释也尚未出台。

尽管关于内幕交易损害赔偿的条文规定仍较为笼统,但投资者保护一直都是证券法律制度的重中之重,证券法中设计了多种投资者救济机制。《证券法》第220条规定确立了民事赔偿责任优先原则,当内幕交易违法者的民事赔偿责任与缴纳罚款、罚金、违法所得等刑事和行政责任竞合时,应当优先承担民事赔偿责任。但由于民事诉讼周期长、成本高、执行难,使民事赔偿责任优先原则在实践中往往效果不佳。^{〔2〕}为了提升受害人的赔付率,《证券法》第93条规定了先行赔付制度,

〔2〕 参见肖宇、黄辉:《证券市场先行赔付:法理辨析与制度构建》,载《法学》2019年第8期。

“发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的,发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议,予以先行赔付。先行赔付后,可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿”。公众投资者人数众多,但在证券民事纠纷中却处于劣势地位,《证券法》第94条支持诉讼和第95条代表人诉讼制度,旨在平衡原被告的诉讼力量,提升法院诉讼效率和司法资源利用率。《证券法》第171条规定了行政和解制度,违法者如果承诺并在证监会认可的期限内履行“纠正涉嫌违法行为,赔偿有关投资者损失,消除损害或者不良影响的”,证监会将终止调查。

(二) 证券内幕交易民事诉讼的实践

2009年10月,被称为我国首起正式判决的内幕交易民事赔偿案件——陈某灵诉潘某深案——以原告的败诉而告终。^{〔3〕} 该案件争议的焦点是,原告损失与被告内幕交易行为之间是否存在因果关系。由于被告的内幕交易行为与原告交易行为间隔两个多月的时间,且原告于2007年4月10日以17.1元买入大唐公司股票,又于同年6月18日以24.47元卖出,每股净盈利7.37元,因此法院认为内幕交易行为并没有给原告带来负面影响或损失,判定二者因果关系不成立,驳回原告的诉讼请求。^{〔4〕} 2012年年底,股民诉黄某裕内幕交易案一审宣判,法院认为原告损失与黄某裕、杜某因内幕交易行为不存在必然的因果关系,故判决原告败诉。^{〔5〕} 2019年和2021年各有一起证券内幕交易民事纠纷案,分别以原告撤诉和管辖权问题裁定结案。^{〔6〕}

除上述4份裁判文书之外,通过威科先行法律信息库,以证券

〔3〕 参见《内幕交易侵权责任因果关系的司法观察》,载《中外法学》2015年第3期。

〔4〕 参见北京市第一中级人民法院民事判决书,案号:(2009)一中民初字第8217号。

〔5〕 参见北京市高级人民法院:吴某峰证券内幕交易责任纠纷申诉,申请民事裁定书,案号:(2014)高民申字第02751号,2014年11月13日。目前未见该案一审、二审裁判文书。

〔6〕 参见江苏省南京市中级人民法院:原告曾某凤与被告孙某晓、郑某艳证券内幕交易责任纠纷一案的民事裁定书,案号:(2019)苏01民初1051号,2019年7月10日。江西省南昌市红谷滩区人民法院:许备证券交易代理合同纠纷民事一审民事裁定书,案号:(2021)赣0113民初12483号,2021年7月17日。

内幕交易赔偿(责任)纠纷为案由,还搜索到 277 份民事裁判文书,都关于光大证券“乌龙指”事件引发的民事赔偿纠纷案(以下简称光大案)。^[7]在公开的一审和二审裁定书中,以管辖权问题和原告(或上诉人)撤诉为主。从公开的 14 份判决书(包括 1 份一审判决书和 13 份二审判决书)中发现,法院支持了部分原告的诉请,也有部分原告的赔偿请求被驳回。该案的主要争议焦点在于——内幕交易行为与原告损失之间的因果关系,观点总结如下:(1)在唯一公开的 1 份一审判决书中,法院认为原告所交易的海马汽车股票,与光大证券交易的品种并无价格关联性,原告亦未能提供任何证据证明价格关联性,因此认定原告交易上述股票受到损失与光大证券的内幕交易行为之间不具备法律上的因果关系。^[8]类似的案情还发生在 1 份二审判决书中,原审原告于内幕交易时间段买入了宏源证券股票,但原告也未能证明该股与被告光大证券交易的品种之间存在价格关联性。(2)法院认为,适格原告应当限于与内幕交易行为有直接因果关系、相反方向交易的投资者。光大案中,有 1 起股指期货投资者起诉光大证券,原告从事股指期货合约交易 IF1308 与被告光大证券违规交易的 IF1309,属于同向交易。^[9]所以,法院认定 IF1308 的投资者的损失与被上诉人(被告光大证券)违规交易 IF1309 之间不具有法律上的因果关系,原告未获赔。^[10](3)内幕信息尚未形成时的交易行为导致损失与内幕交易行为,不构成因果关系。有 9 份二审判决书的原审原告在 2013 年 8 月 16 日上午进行了股票交易,因此其股价损失与被告光大证券在当日下午

[7] 本文通过威科先行法律信息库,以证券内幕交易赔偿(责任)纠纷为案由,裁判日期为 1994 年 1 月 1 日至 2022 年 8 月 30 日为检索条件,共检索到民事裁判文书 281 份。其中检索到关于光大证券“乌龙指”事件引发的民事赔偿纠纷案的裁判文书 277 份;一审判决书共 200 份,其中 1 份公开,199 份未公开;一审裁定书 13 份,其中 7 份公开,6 份未公开;二审判决书 13 份;二审裁定书 51 份。

[8] 上海市第二中级人民法院:傅培君与光大证券股份有限公司证券内幕交易责任纠纷一案民事判决书,案号:(2014)沪二中民六(商)初字第 128 号,2016 年 3 月 31 日。

[9] 上海市高级人民法院:林生与光大证券股份有限公司证券内幕交易责任纠纷一案民事判决书,案号:(2016)沪民终 334 号,2017 年 1 月 20 日。

[10] 上海市高级人民法院:王峰与光大证券股份有限公司证券内幕交易责任纠纷一案民事判决书,案号:(2016)沪民终 203 号,2017 年 1 月 24 日。

的内幕交易行为无关,法院认为被告不负赔偿责任。^[11]

值得注意的是,光大案中有 1 份是至今为止唯一公开的证券内幕交易损害赔偿案件原告胜诉判决。^[12] 原审原告在被告光大证券内幕交易时间段内,进行了相同证券品种 50ETF 的反向交易,并产生损失。法院认定,光大证券内幕交易行为与原告的投资损失之间存在法律上的因果关系,原告胜诉。^[13]

二、我国内幕交易损害赔偿的困境

(一) 内幕交易民事赔偿案件原告举证难、胜诉率低

通过研究上述司法实践案例发现,在我国证券内幕交易民事损害赔偿案件中,原告胜诉的比例不高。民事责任欠缺成为我国内幕交易规制的“短板”,一个重要的原因是内幕交易的民事赔偿纠纷中原告举证困难。^[14] 投资者往往对于原告资格、因果关系、损害赔偿金计算的时间范围等方面不能提供准确有效的证明。

造成原告举证难、胜诉率低的原因主要体现在两个方面:一是证券立法对内幕交易赔偿责任的规定较为笼统、原则,相关司法解释又迟迟未出台,导致实践中对原告主体资格、因果关系、损害赔偿的计算等方面认定面临诸多亟须解决的难题。在光大案中,一审法院和二审法院参照最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案

[11] 上诉人(原审原告)针对光大证券公司在 2013 年 8 月 16 日上午的错单交易行为提起的侵权诉讼。根据中国证监会在[2013]59 号行政处罚决定书所记载的相关内容,证监会对于光大证券公司 2013 年 8 月 16 日全天的交易行为进行了全面的调查,在此基础上认定光大证券公司当日 13 时开市后,至 14 时 22 分的交易行为构成内幕交易行为。换言之,证券监督管理部门在对当日整个交易行为进行查证后,并不认为光大证券公司在上午时段的交易行为属于违法违规行为。

[12] 公开的判决书为该案件的二审判决书,法院驳回了原审被告光大证券的上诉请求,维持原判。

[13] 上海市高级人民法院:光大证券股份有限公司与李春晖证券内幕交易责任纠纷二审民事判决书,案号:(2015)沪高民五(商)终字第 58 号,2016 年 6 月 12 日。

[14] 参见彭志、肖土盛、赵园:《中国资本市场 20 年内幕交易行为案例综述》,载《财经研究》2017 年第 12 期。

件的若干规定》进行了类比和推理,在审判实践中做了有益探索。但毕竟我国不属于普通法系,司法判决并不是正式法律渊源,日后证券内幕交易民事赔偿案件仍存在不确定性。

二是由于证券法对内幕交易赔偿责任规定过于笼统,导致实践中仍要借助侵权责任的一般构成要件来发挥作用。^[15]对公众投资者而言,举证困难。在违法行为和主观过错的取证和认定上,都依赖于监管执法机构和司法机构。由于内幕交易行为具有隐匿性,投资者受困于技术手段和能力,难以察觉。在内幕交易与投资者损失间的因果关系方面,一直是民事诉讼的举证难点。一方面,我国证券市场交易采用集合竞价撮合成交,导致内幕交易违法者和受害人的交易并不一一对应或直接接触,受害人很难证明是内幕交易行为影响了他的投资决策。另一方面,影响证券价格波动的因素繁多,受害人要证明是内幕交易行为对证券价格上涨或下跌造成影响,其论证和计算过程极为复杂和困难。

(二) 先行赔付、支持诉讼等投资者救济机制在内幕交易领域尚无先例

证券法中规定了民事责任优先原则、先行赔付、支持诉讼、代表人诉讼等投资者救济机制,这些制度正是针对民事诉讼举证难、周期长、执行难等缺陷应运而生的,但目前在内幕交易领域尚未发挥作用。我国的证券民事赔偿诉讼以虚假陈述案为主,导致内幕交易案件发生后,民事责任优先原则难以通过民事诉讼实现。究其根本,民事责任优先原则针对的是执行环节,并不能解决民事诉讼本身的难题。内幕交易缺乏明确具体的诉讼规定,长期以来法院都拒绝立案。近年来有些案件被受理,但要么败诉,如黄某裕内幕交易案,要么是出于特殊原因,比如光大证券“乌龙指”内幕交易案由最高人民法院指定管辖。^[16]

[15] 参见冯果、李安安:《内幕交易的民事责任及其实现机制——写在资本市场建立20周年之际》,载《当代法学》2011年第5期。

[16] 参见肖宇、黄辉:《证券市场先行赔付:法理辨析与制度构建》,载《法学》2019年第8期。郭锋:《内幕交易侵权纠纷案件的法律适用问题——以光大证券“乌龙指”引发的内幕交易案为例》,载郭峰主编:《金融服务法评论》(第9卷),法律出版社2018年版;缪因知:《内幕交易民事责任制度的知易行难》,载《清华法学》2018年第1期。

先行赔付也主要适用于虚假陈述和欺诈发行案件,难以针对实践中形态各异的证券欺诈行为进行损害填补。^[17] 尽管在立法中先行赔付的适用范围,除欺诈发行和虚假陈述之外,还有“其他重大违法行为”,但实际上内幕交易作为一种重大违法行为,根据现有的法律规定却无法实现先行赔付。例如,根据《证券法》第93条规定,先行赔付的主体是发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司,这与内幕交易违法者的范围并不一致。实践中,光大证券“乌龙指”事件发生后,光大集团拒绝设立专门的投资者补偿基金。^[18]

此外,投资者保护机构在支持诉讼和代表人诉讼制度中具有重要作用,但在保护内幕交易受害人方面却尚无实践案例。例如,作为投保机构之一,中证中小投资者保护中心(以下简称投服中心)已经在绝大多数的上市公司中持有至少100股股份,在虚假陈述类案件中可以提起代表人诉讼,但内幕交易的原告资格不仅要求持股,还对买卖股票的时间和交易方向有具体明确的限制,因此投服中心一般难以获得原告资格。在支持诉讼方面,《证券法》第94条第2款规定,投资者保护机构对损害投资者利益的行为,可以依法支持投资者向人民法院提起诉讼。但目前为止,支持诉讼在内幕交易领域的适用,也暂无先例。

(三) 行政责任与民事责任的协调与平衡不足

资本市场“重公权干预、轻私权救济”的状况依旧存在,^[19] 内幕交易案件行政责任与民事责任的协调与平衡存在不足。内幕交易有违市场公平,我国监管机构一直对其秉持“零容忍”的态度严格执法,违法者将被没收违法所得,同时还会被处以罚款,情节严重的可能构成犯罪,面临刑事责任。近年来,对内幕交易的处罚力度不断提高,多起案件罚款金额过亿。

但内幕交易违法者毕竟获利于资本市场,如果只是由监管机构对

[17] 参见郭雳:《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》,载《清华法学》2018年第6期。

[18] 参见杨国英:《光大为何拒绝设立投资者补偿基金》,载《新京报》2014年4月18日版。

[19] 参见冯果、李安安:《内幕交易的民事责任及其实现机制——写在资本市场建立20周年之际》,载《当代法学》2011年第5期。

其处以行政罚款和没收违法所得后上缴国库,不免仍会造成资本市场的“失血”,不利于保护投资者信心。^[20] 民事责任是刑事责任和行政处罚的有益补充。一方面,民事赔偿责任具有刑事、行政责任无法替代的补偿功能。另一方面,巨额赔偿增加了违法成本,民事责任对内幕交易违法行为起到威慑惩戒作用。但目前内幕交易民事赔偿诉讼原告胜诉的案例只有光大案,因此民事责任的威慑功能和补偿功能都没有很好发挥出来。再一方面,内幕交易违法者却又面临双重处罚。违法者在受到行政处罚没收违法所得之后,如果受害人又提出了民事赔偿请求,并且原告胜诉的情况下,违法者还需要拿出资金承担民事赔偿责任。违法所得对应着受害人的损失。根据现有规则,存在内幕交易罚没和罚款与民事赔偿责任的重复。

2019年12月修订后的《证券法》第171条新增行政和解制度条款,在法律层面上为建立投资者公共补偿机制提供了法律依据。不过,第171条仍是一个框架性、原则性与授权性的制度,必须结合证监会2015年出台的《行政和解试点实施办法》(已失效)与《行政和解金管理暂行办法》(已失效),才能使行政和解制度真正落地。^[21] 其实早在2014年,中国证监会已在证券期货领域开始了行政和解试点。但从目前实践来看,证券行政和解仅有两个案例。^[22] 而这两起案件都不是证券市场违法违规的常规案件,如证券虚假陈述、内幕交易、操纵市案件。因此,内幕交易领域的行政和解仍无先例。并且,对这两起案例中行政和解金的使用,证监会和投保基金公司都没有公开对受害人的补偿金额及其剩余。^[23]

综上所述,内幕交易行政责任与民事责任的协调与互补是不足的。应当探索行政处罚、民事赔偿与公共补偿之间的衔接与配合,公私法协作完善内幕交易损害赔偿,提振投资者信心。

[20] 参见郭雳:《证券执法中的公共补偿》,载《清华法学》2018年第6期。

[21] 参见席涛:《证券行政和解制度分析》,载《比较法研究》2020年第3期。

[22] 案例一是证监会与高盛亚洲证券行政和解案。案例二是证监会与上海司度等五家机构证券行政和解案。

[23] 参见席涛:《证券行政和解制度分析》,载《比较法研究》2020年第3期。

三、美国证券内幕交易损害赔偿机制的借鉴

在美国,内幕交易一直作为欺诈行为的一类形态,受《1933年证券法》《1934年证券交易法》及证券交易委员会(以下简称SEC)规章10b-5的规制。^[24]判例法与证券立法相得益彰,其核心聚焦于内幕交易的归责原则,并逐渐发展出了“平等获取信息理论”“古典理论”“盗用理论”等理论支撑。^[25]与此同时,美国通过证券集团诉讼和公平基金的实践,逐渐发展出了公私法并行的投资者救济制度。尽管中美两国资本市场发展和证券立法基础不同,但投资者保护是两国证券立法共同的初衷,美国的一些经验教训仍值得参考借鉴。

(一) 美国证券内幕交易损害赔偿的私法救济

根据斯坦福大学法学院证券集团诉讼数据中心与Cornerstone Research咨询公司合作研究数据,2011年至2016年,每年指控被告为内幕交易的集团诉讼案件均超过了20起,平均每年25起;2017年至2020年,该类诉讼数量减少为每年6起到13起,平均每年10起(见表1)。尽管近年来美国的证券内幕交易集团诉讼立案数量有所下降,但相较于我国仍多出很多。^[26]可见,在美国证券内幕交易受害人通过民事诉讼方式获得立案和赔偿的概率较高。其中,有部分因素与集团诉讼制度的影响有关,但更重要的是通过立法和司法实践,法院逐步修正和确立了内幕交易损害赔偿的归责原则,使原本举步维艰的赔偿诉讼成为可能。本文并不旨在讨论集团诉讼制度本身的利弊,而是透过

[24] 主要涉及条款有:《1933年证券法》第17(a)条禁止欺诈的概括性条款、《1934年证券交易法》第10b条对使用操纵或欺诈工具的禁止条款,及证券交易委员会(以下简称SEC)的规章10b-5、《1934年证券交易法》第16(b)条短线交易禁止条款等。

[25] 参见鲍晓晔:《中国期货内幕交易规制立法现状与完善》,载《上海师范大学学报(哲学社会科学版)》2021年第6期。

[26] 由于我国没有证券集团诉讼制度,不同的原告因相同(相近)事由起诉同一被告都是一起独立的民事诉讼,导致数据中我国的证券内幕交易民事诉讼案件数量较多,但如果以同一被告作为同一起案件,那么实际上从1994年到目前为止,我国证券内幕交易民事诉讼案件的数量只有5起。

数据和理论分析,研究美国证券内幕交易赔偿诉讼所依据的立法、理论和判例及其演变过程。

表 1 2011 ~ 2020 年美国证券内幕交易集团诉讼案件

年份	SEC 独立执法内幕交易案件数 (个)	内幕交易集团 诉讼立案 (个)	证券集团诉讼 立案总数 (个)	内幕交易集团 诉讼立案 (占总数%)
2020	33	9	234	4
2019	30	13	267	5
2018	51	12	238	5
2017	41	6	214	3
2016	45	20	204	10
2015	39	29	183	16
2014	52	25	158	16
2013	44	27	152	18
2012	58	26	154	17
2011	56	23	188	12

资料来源:SEC Division of Enforcement Annual Report 2011 – 2020(www.sec.gov)、Cornerstone Research Securities Class Action Filing 2011 – 2020 Year in Review(www.cornerstone.com,Stanford Law School Security Class Action Clearinghouse)。

注:由于统计口径和公开数据的变化,2013年后“证券集团诉讼立案总数”为核心案件(core filings)立案数量,即所有证券集团诉讼立案案件扣除企业并购案件的数量(core federal filings are all federal securities class actions excluding those defined as M&A filings),而在2011年至2012年“证券集团诉讼立案总数”为所有证券集团诉讼立案案件数量(all filings)。

美国证券内幕交易的主要法律依据是《1934年证券交易法》第10(b)条禁止使用操纵或欺诈工具的兜底条款,以及SEC为配合第10(b)条制定的规章10b-5。10b-5原本只是单纯的禁止性规定,但自1946年起联邦法院纷纷确认该条款下有“默示诉权”,美国联邦最高法院最终在1971年确认,“如果被告违法了以保护他人为目的的法律时,该法

律保护的對象即對被告享有損害賠償請求權”^[27] 10b-5 成為證券民事賠償訴訟的有力武器,被不計其數的 SEC 行政執法和民事賠償訴訟引為法律依據,美國前聯邦最高法院首席法官倫奎斯特贊其為“一粒小小的立法種子,卻長成了司法的參天大樹”^[28] 根據 10(b) 和 10b-5,民事賠償原告必須舉證:(1) 欺詐或欺騙行為(fraud or deceit);(2) 明知(scienter),包括主觀故意或重大疏忽;(3) 因果關係;(4) 信賴;(5) 損害。

其中,因果關係和信賴的確認是民事訴訟的舉證難點,在司法實踐中認定標準時松時緊,但总体上逐漸變得更為寬鬆。交易因果關係與信賴之間的關係密切。在美國,信賴是內幕交易歸責的基礎,也是民事賠償訴訟的條件之一。也就是說,只有被告對原告負有信義義務、且違背了這種信賴關係,才能構成內幕交易,進而才能證明是被告的內幕交易行為與原告交易之間的因果關係。但在聯邦法院幾十年的司法實踐中,法官經常傾向於推定因果關係的成立,判決被告承擔賠償責任。著名的 1966 年 Texas Gulf Sulphur 案^[29] 主張“平等獲取信息理論”(equal access theory),成為反欺詐規則適用的理論基礎,要求行為人要么披露信息,要么戒絕交易。在 1972 年 Affiliated Ute Citizens v. United States 案^[30] 中,法院放寬了因果關係的訴訟要件,原告只須證明“客觀的信賴”,即證明被告應披露的重大信息而沒有披露,不必證明自己與被告行為之間的存在信義關係,主觀的信賴被直接推定存在。^[31] Shapiro v. Merrill Lynch 案^[32] 中,法院同樣推定了因果關係,如果該內幕信息是一個理性投資者買入股票時會考慮的重要信息,而被告在公開信息前仍然交易或推薦交易了該股票,這一無可爭議的事實本身就已經滿足了“事實上的因果關係”的要求。但在 Fridrich v. Bradford 案中,美國第六巡迴

[27] 參見湯欣:《美國證券法上針對虛假陳述的民事賠償機制——兼論一般性反欺詐條款制度的確立》,載徐明等主編:《證券法苑》(第 2 卷),法律出版社 2010 年版。

[28] See Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723, 737 (1975).

[29] See SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2nd Cir. 1968).

[30] See Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U. S. 153 - 154 (1972).

[31] 參見毛玲玲:《中美證券內幕交易規制的比較與借鑒》,載《法學》2007 年第 7 期。

[32] See Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce Fenner & Smith 495F. 2d 228 - 240 (1974).

法院认为,只证明被告违反了公开义务还不够充分,原告还必须进一步证明因果关系。^[33]

因果关系并非天生具有价值,而只是达到目的的手段。^[34]因此,因果关系的认定标准可以应时而变。1988年 Basic Inc v. Levinson 案^[35]中,美国联邦最高法院正式采纳了“欺诈市场理论”。该理论建立在有效市场假说上,认为不实信息会影响证券市场价格真实性,从而间接地欺诈了所有当时在市场中交易的投资者。“欺诈市场理论”对信赖关系的推定,进一步降低了因果关系证明的难度,有利于原告。^[36]同年,《内幕交易与证券欺诈执行法》^[37]出台,放宽了举证责任,规定任何与隐瞒内幕信息的内幕交易者从事交易时进行反向买卖的投资者,可以针对内幕交易者提起损害赔偿诉讼,法律推定因果关系成立。^[38]换言之,只要原告是内幕交易行为的同时交易者,法院就推定其买卖股票的行为与内幕交易之间的因果关系成立,原告具有提起赔偿诉讼的资格。

各国计算损害赔偿额的具体方法有所不同,但都基于补偿投资者损失原则。美国采用的是非法所得计算法,赔偿金额限定在内幕交易者的全部非法所得包括获得的利益或减少的损失。^[39]根据《1934年证券交易法》第20A条规定,赔偿总额不得超过其违法交易所的收益或避免的损失。

规制内幕交易行为和建立民事赔偿诉讼制度的初衷,都是为了更有

[33] 参见杨峰:《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。

[34] Theresa A. Gabaldon, Causation, Courts and Congress: A Study of Contradiction in The Federal Securities Laws Boston College Law Review September 1990. 参见毛玲玲:《中美证券内幕交易规制的比较与借鉴》,载《法学》2007年第7期。

[35] Basic Inc v. Levinson 485 U. S. 224 - 249 (1988)。

[36] 欺诈市场理论不仅适用于存在重要的虚假陈述的情形,还适用于严重的不公开信息内幕交易案件。参见郭峰:《内幕交易民事责任构成要件探讨》,载《法律适用》2008年第4期。

[37] 1988年《内幕交易与证券欺诈执行法》修改了《1934年证券交易法》第20条。

[38] 参见杨峰:《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。

[39] 损害赔偿额的计算方法主要有:实际价值计算法、差价计算法、实际诱因计算法和非法所得计算法。参见冯果:《内幕交易与私权救济》,载《法学研究》2000年第2期。

力地保护公共投资者,维护市场信心。内幕交易行为损害了投资者平等获取信息、公平交易的权利,没有理由因为“尴尬的举证责任”,而阻碍了受害人获得赔偿。美国立法和司法界对民事赔偿举证责任持宽松的态度,也正是出于保护投资者之目的。

(二) 美国证券内幕交易损害赔偿的公法救济

美国的内幕交易受害人除了提起民事赔偿诉讼之外,还有另一条救济途径——公平基金(Federal Account for Investor Restitution Fund, FAIR fund)。公平基金是指 SEC 通过司法或行政程序向证券违法者罚没的违法所得、民事罚款及和解金,用前述资金设立一个公平基金,分配给受害人和奖励举报人。^[40] 从 1990 年《证券执法救济和小额股票改革法》授权 SEC 追缴证券违法者的违法所得,并将其分配给受害人;到 2002 年《萨班斯—奥克斯利法案》正式确立了“公平基金制度”,并将民事罚款也归入了公平基金;再到 2010 年《多德—弗兰克法案》加强对金融消费者的保护,第 929B 条规定,不论违法者是否被追缴违法所得,SEC 都可将罚没的民事罚款归入公平基金。^[41] 公平基金制度的适用范围通过立法改革一步一步扩大。

实践中,通过公平基金获得补偿的案例和金额在不断增加。2020 年,SEC 分配给受害投资者共计 6.02 亿美元,其中 91% 来源于公平基金。^[42] 但公平基金制度也面临着执行效率偏低、循环困境、SEC 权力过大等质疑。Urska Velikonja 教授撰文对这些质疑作出了回应。^[43] 首先,公平基金制度对不同类型证券违法行为的补偿率存在差异,不能用笼统的数据轻易下结论。Velikonja 教授通过统计数据发现,非信息披露类案

[40] See 15 U. S. Code § 7246 - Fair funds for investors. 15 U. S. Code § 78u - 6 - Securities whistleblower incentives and protection. 在实践中,基本上是一个案件设立一只基金,该基金的名称以违法行为人的名称命名。每一只基金分配一次。如不足分配,则按比例分配。如分配后有剩余,一般都上缴财政部。

[41] 参见郭雳:《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》,载《清华法学》2018 年第 6 期。

[42] See SEC Division of Enforcement 2020 Annual Report.

[43] See Urska Velikonja, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, 67 Stan. L. Rev. 331 (2014).

件中公平基金分配的补偿金能占到受害人最终所得的绝大部分。^[44]其次,公平基金在内幕交易案件中并不存在“循环困境”问题。循环困境仅出现在违法者是发行人的案件中,例如上市公司信息披露造假。但内幕交易违法者不是上市公司本身,而是知晓内幕信息的公司内部人和外部人,因此,不会出现投资者自己赔偿自己的困境。最后,公平基金是集团诉讼的有益补充。投资者能够在短时间内通过公平基金获赔,提高了效率,有利于维护投资者信心。此外,公平基金在内幕交易等其他类型证券违法处置中面临的争议较小,这与后者在民事诉讼中遭遇的特殊困难息息相关。^[45]

(三) 制度实践:莫兹罗等信息披露造假及内幕交易案

下文以美国国家金融服务公司(Countrywide Financial Corporation)前执行董事莫兹罗(Angelo Mozilo)等三名高管信息披露造假及莫兹罗内幕交易案为例,具体说明公平基金的分配流程和规则,及其与集团诉讼的关系。^[46]

2009年6月4日,SEC指控莫兹罗等三名高管信息披露造假及莫兹罗内幕交易。据调查,从2005年至2007年,莫兹罗等高管对美国国家金融服务公司信息披露造假,莫兹罗明知公司在运营及财务上的非公开重大信息的同时,于2006年11月至2007年10月通过股票期权和交易安排卖出了大量该公司股票,获利超过1.39亿美元,构成内幕交易行为。2010年10月15日,法院判决莫兹罗支付民事罚款2250万美元、没收违法所得4500万美元,共计6750万美元;另两名被告合计被罚没565万美元。^[47]

[44] 对于信息披露类案件,SEC在做出处置并设立公平基金的同时,违法者还面临私人诉讼的裁决,SEC在此类案件中的执法所得往往低于集团诉讼和解金额。

[45] 参见郭雳:《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》,载《清华法学》2018年第6期。

[46] 该案涉及两项违法行为:一是虚假信息披露,二是内幕交易。本文主要聚焦内幕交易行为的案件经过、处罚及赔偿进行讨论,但在该案的公平基金分配和集团诉讼和解中,法院同时考虑了这两项违法行为,在公平基金申请人和集团诉讼原告获赔的具体数据中未加区分。

[47] See Litigation Release No. 21068A(June 4, 2009). 另两名被告 Sambol 支付民事罚款、没收违法所得及支付判决前利益共计552万美元, Sieracki 支付民事罚款13万美元。

早在 SEC 处罚莫兹罗等高管之前的 2008 年 4 月 11 日,投资者就已对美国国家金融服务公司及其多名高管提起了民事赔偿集团诉讼。诉讼期间,法庭驳回了投资者对部分内幕交易人的指控,但是法官拒绝驳回对前执行董事莫兹罗内幕交易的赔偿请求。2010 年 4 月 23 日,美国国家金融服务公司与投资者达成了 6 亿美元的和解协议。其中有 2500 万美元由莫兹罗用其违法所得进行支付。

2011 年 11 月 14 日,加州中区地方法院决定设立“莫兹罗公平基金”,使用 SEC 对莫兹罗等的罚没资金向受害人进行分配,并任命 Rust Consulting 公司作为基金分配管理人(简称“管理人”)[48]。“莫兹罗公平基金”设有专门的官方网站(www.MoziloFairFund.com),并通过该官网进行信息公开。合格申请人的条件是:在 2005 年 3 月 1 日至 2008 年 4 月 24 日间,购买或收购美国国家金融服务公司股票(或股票期权)的任何个人或机构。申请程序非常简便,只需要填写并签署一张申请表格,并且在截至日期(2012 年 12 月 9 日)前提交给管理人。提交方式有三种:一是通过官方链接上传电子文档;二是邮寄快递给管理人;三是前往管理人之处提交。如果受害人已在对美国国家金融服务公司及其多名高管的集团诉讼中起诉,则无须再提交申请表格,可以直接参与分配。管理人会根据申请的具体情况,确认每个合格申请人的“最终损失”,并按照比例分配基金净额[49]。确认“最终损失”,首先要计算出“交易损

[48] Central District Court of California Order Granting Application by Plaintiff Securities and Exchange Commission to (1) Establish a Fair Fund, (2) Appoint Rust Consulting as Distribution Agent, and (3) appoint Damasco & Associates, LLP as Tax Administrator [Case No. CV 09 - 3994 JFW(MANx)].

[49] “莫兹罗公平基金”的资金包括:莫兹罗支付民事罚款 2250 万美元、没收违法所得 4500 万美元,共计 6750 万美元,其中有 2500 万美元已用于民事赔偿集团诉讼和解金的支付,剩余 4250 万美元;另两名被告合计被罚没 565 万美元;以及上述资金在判决前所产生的利益收入。罚没的违法所得和民事罚款加上判决前利益,再扣除相关税费,可以计算出基金净额(Net Fair Fund)。Plan of Allocation of the Net Fair Fund, available at www.MoziloFairFund.com.

失”,“交易损失”的计算公式是将买入价减去卖出价所产生的损失。^[50]然后,在“交易损失”的基础上,再考虑通胀率。基于民事赔偿的损失补偿原则,受害人一定是由于内幕交易或虚假信息披露而遭受了股价下跌带来的经济损失才能获赔,并且受害人实际获赔的金额不能超过其最终损失或交易损失。

2017年12月12日,法院同意根据赔偿方案向99820个合格申请人支付约为4593.27万美元的赔偿金。^[51]2018年1月16日,向合格申请人发放补充支付约为3.1万美元。2020年2月28日,法院同意使用基金中剩余的240万美元进行第二次支付,扣除税费后有约为184.24万美元将分发给合格申请人。

表2 莫兹罗案集团诉讼及“莫兹罗公平基金”分配过程时间

序号	日期	事项
1	2008年4月11日	投资者向加州中区地方法院对美国国家金融服务公司及其多名高管提起了民事赔偿集团诉讼
2	2010年4月23日	美国国家金融服务公司与投资者达成了6亿美元的和解协议
3	2011年11月14日	2011年11月14日,加州中区地方法院决定设立“莫兹罗公平基金”
4	2012年7月12日	加州中区地方法院决定:(1)授权SEC审批“莫兹罗公平基金”分配方案;(2)同意基金分配管理人Rust Consulting公司负责交税

[50] See Trading Loss = Total Purchase Amount - Total Sales Proceeds. 买入价(Total Purchase Amount)是指,在2005年3月1日至2008年4月24日间买入美国国家金融服务公司股票的价格。卖出价(Total Sales Proceeds)分为两种情况:(1)已在2005年3月1日至2008年4月24日间卖出美国国家金融服务公司股票的价格,为卖出价;(2)在2008年4月24日之日仍持有该股票的,按照2008年4月24日该股票的收盘价。

[51] Central District Court of California Order Approving the disbursement of the Funds for Harmed Investors by the Distribution Agent (Case No. 2:09 - cv - 03994 - JFW - MAN).

续表

序号	日期	事项
5	2017年12月12日	加州中区地方法院同意根据赔偿方案向合格申请人支付约为4593.27万美元的赔偿金
6	2018年1月16日	加州中区地方法院同意向合格申请人发放补充支付约为3.1万美元
7	2020年2月28日	加州中区地方法院同意使用基金中剩余的240万美元进行第二次支付,扣除税费后将有约为1181.24万美元将分发给合格申请人

资料来源:www.MoziloFairFund.com。

四、公私法协作完善我国证券内幕交易损害赔偿的建议

《证券法》已对多种投资者救济机制作出了框架性规定,下一步应研究在内幕交易领域如何使这些规定落地落实,解决内幕交易受害人损害赔偿难的困境。参考美国内幕交易案件集团诉讼和公平基金制度的发展历程和经验教训,我国应坚持民事与行政并行,公私法协作加强投资者保护力度,并通过发挥损害赔偿的惩罚与补偿功能,实现对内幕交易违法行为的威慑,提振投资者信心。

(一) 加强证券内幕交易损害赔偿的私法救济

针对内幕交易民事诉讼举证难、胜诉率低等问题,建议通过健全相关司法解释,降低原告举证责任难度。学术界的主流观点是内幕交易与受害人损失之间存在因果关系,只是举证难。^[52] 美国、新加坡等国在司法实践中都采用了广义的内幕交易受害人定义,并且根据美国《内幕交易与证券欺诈执行法》,只要原告是内幕交易行为的同时且反向的交易者,就直接推定因果关系成立。内幕交易行为侵害的是所有投资者的公

[52] 参见郭锋:《内幕交易民事责任构成要件探讨》,载《法律适用》2008年第4期;陈洁:《证券欺诈侵权损害赔偿研究》,北京大学出版社2002年版,第165页;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;曾洋:《内幕交易侵权责任的因果关系》,载《法学研究》2014年第6期;《内幕交易侵权责任因果关系的司法观察》,载《中外法学》2015年第3期。

平交易权,只要与内幕交易违法者进行同期交易的投资者都处于信息劣势,有权提出损害赔偿之诉。为加强保护投资者和平衡原被告双方利益,建议借鉴“同期交易理论”,确定与内幕交易行为人同期且反向交易的投资者都具有原告资格。只要符合合格原告要求,推定内幕交易行为与原告损害之间的因果关系成立。与此同时,为防止民事赔偿成为投资者保险和抑制过度诉讼,建议设定损害赔偿金上限,要求不能超过原告的实际损失,也不能超过被告的违法所得。

为平衡原被告的诉讼力量,建议强化投资者保护机构支持诉讼的重要作用。由于内幕交易案的特点所致,投资者保护机构参与代表人诉讼受限。但根据《证券法》第94条第2款,投资者保护机构仍可以依法支持受害投资者向人民法院提起诉讼。投资者保护机构的专业性和技术支持,将为处于劣势地位的普通投资者提供必要援助,缓解内幕交易举证难的困境,从而畅通投资者私法救济途径。

另一种落地设想,是通过示范性判决明确内幕交易损害赔偿的原告资格、归责原则、构成要件、赔偿金计算方法等问题。在我国相关司法解释尚未制定出台前,示范性判决不失为一项可操作性强的选择。光大案中,一审法院和二审法院在现有证券法律制度框架下,对内幕交易民事损害赔偿的因果关系、赔偿金额等构成要件的推理和认定进行了有益尝试。并于2016年度由上海市高级人民法院发布为“2015年度金融商事审判十大案例之案例一”。下一步,建议从典型案例中形成示范性判决,有助于明确内幕交易赔偿案的争议焦点问题,引导投资者对后续案件的司法预期。

(二) 构建证券内幕交易执法中的公共补偿机制

由于内幕交易民事赔偿诉讼存在先天不足,因此针对民事诉讼本身的改革,只能从一定程度上缓解证券执法的困境,但却无法彻底解决问题。对此,有多位学者建议借鉴美国公平基金制度,建立投资者公共补偿机制。^[53]本质上,就是在原有的私法补偿救济方式上,增加公法上的

[53] 参见彭冰:《建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操纵市场行为》,载《中外法学》2004年第5期。邢会强:《内幕交易公平基金制度的构建》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2016年卷),中国法制出版社2016年版。郭雳:《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》,载《清华法学》2018年第6期。

投资者补偿制度。我国《证券法》新增的行政和解制度和先行赔付制度都属于投资者公共补偿机制。在欺诈发行和虚假陈述领域,先行赔付制度已开始发挥补偿功能,万福生科、海联讯、欣泰电气3起先行赔付案设立先行赔付专项基金共计10.5亿元,补偿受损投资者利益。但目前我国行政和解制度在内幕交易等传统证券违法违规案件中尚无先例,已达成和解协议的两起案件亦无投资者赔偿的公开信息。因此,建议在先行赔付和行政和解的制度框架下建立健全内幕交易损害补偿基金(以下简称补偿基金)的相关规则,同时借鉴美国公平基金的一些具体做法。

具体而言,应当就行政和解和先行赔付在内幕交易领域的适用情形、补偿基金的设立方式、资金来源、基金管理人、基金的分配规则及剩余资金处置等方面作出安排。根据《证券法》第171条规定,被调查的当事人书面申请,承诺在限期内纠正涉嫌违法行为,赔偿有关投资者损失,消除损害或者不良影响的,证监会将中止调查,若当事人履行承诺,证监会可以终止调查。也就是说,第171条的行政和解将适用于情节较轻,支付行政和解金可以免于行政处罚的情形。而先行赔付适用于证监会对违法者进行行政处罚,但从违法者悔过态度和消除损害的补偿措施上考虑可以从轻、减轻的情形。无论是行政和解,还是先行赔付并处以行政处罚,二者的决定主体都是证监会,因此可以确保规则执行的一贯性。在补偿基金设立上,采取一案一基金的方式。资金来源包括证监会罚没的违法所得、行政罚款、行政和解金及其在赔付决定前所产生的利息。^[54] 补偿基金的管理人由投资者保护基金公司担任,中小投资者服务中心负责对接公众投资者联络协调。补偿基金的分配规则和流程可以参考美国公平基金制度,尝试如下安排:由管理人制定补偿基金分配方案,分配方案报证监会审核同意。申请人范围参考同期交易理论,与内幕交易行为同期且反向交易的投资者可以认定为适格申请人。每个适格申请人的补偿金额,根据该申请人的交易损失占有所有适格申请人交易损失总和的比例,对补偿基金资金扣除税费后的净额进行分配。分配

[54] 在美国公平基金制度中,公平基金的资金来源包括违法所得、民事罚款(civil penalty)及其判决前利息。其中民事罚款就类似于我国的行政罚款,由于SEC在向违法者处以民事罚款时通常要向联邦法院提出民事诉讼程序,并由法院宣判决定,被称为民事罚款。

基于损失补偿原则,不得超过该申请人的实际损失,基金剩余部分收归国有。

(三)完善公私法救济的衔接

私法救济与公法救济都是投资者保护自身权益的重要手段,二者互为补充,共同发挥威慑和补偿功能,在畅通内幕交易民事赔偿诉讼渠道和构建公共补偿机制的同时,建议加强公法救济与私法救济间的衔接与协调。

从补偿功能角度,民事赔偿诉讼和补偿基金都是投资者弥补损失的重要途径,二者互通互补。民事赔偿诉讼中,将剥夺的非法所得来填补原告的损害,是民事责任制度本身所担负的损害补偿功能的体现,也是《证券法》第53条第3款的应有之义。在民事赔偿诉讼与补偿基金的衔接上,申请补偿基金不会影响民事赔偿诉讼的原告资格,申请人如果在补偿基金分配后仍不足以弥补全部交易损失的,仍可以向法院提出民事赔偿诉讼。如果设立补偿基金,民事原告自动获得赔偿资格;不设立补偿基金,原告提出民事赔偿诉讼的,民事赔偿优先于行政罚款。因此,民事赔偿诉讼和补偿基金从私法救济和公法救济两种方式上,合力为投资者提供损害赔偿、维护投资者合法权益。

从威慑惩戒功能角度,民事赔偿诉讼和补偿基金都通过增加内幕交易行为人的违法成本,起到威慑、遏制内幕交易违法行为的作用。实践中,由于内幕交易行为具有隐蔽性、难以察觉,即使监管机构秉持“零容忍”的监管执法原则,仍会存在漏网之鱼,在巨额利润的诱惑面前违法者仍可能选择铤而走险。损害赔偿制度在刑事处罚和行政监管执法的基础上,对违法者施加较为沉重的经济负担,从而遏制内幕交易行为的再次发生。^[55]

总之,内幕交易损害赔偿的私法救济与公法救济,都是受害投资者实现损失补偿的重要途径,二者相互衔接和平衡、共同发挥补偿和惩戒功能,从而加强投资者保护力度,提振市场信心。

(编辑:宋 澜)

[55] 参见王利明:《我国证券法中民事责任制度的完善》,载《法学研究》2001年第4期。