

论美国证券仲裁中的惩罚性 损害赔偿制度

马照平* 张耀中**

摘要:美国证券仲裁中的惩罚性损害赔偿是一项充满特色的历史制度。证券仲裁从开始的富有争议,发展到后来的司法确认,并最终确立了惩罚性损害赔偿制度。研究表明,惩罚性损害赔偿对证券仲裁具有较大的制度价值和实践意义,有利于惩罚和阻却严重的证券侵权行为。由于惩罚性损害赔偿在证券仲裁中的合宪化改革牺牲了仲裁的效率与经济价值,所以总体进展缓慢。鉴于该制度在美国证券仲裁中的重要价值,其研究对我国的证券侵权法律发展可起到较好的借鉴意义。

关键词:惩罚性损害赔偿 证券仲裁 合宪化改革

一、历史概述

早于1925年,美国就已经正式颁布《联邦仲裁

* 中山大学民商法学博士研究生。

** 现供职于广发银行股份有限公司。

法案》(the Federal Arbitration Act, FAA),以便“提供一种快捷、经济和有效的纠纷解决方式”。〔1〕不过,一直到20世纪80年代,仲裁才逐渐受到司法认可并成为证券纠纷的主流解决方式。

在提交证券仲裁的案件中,大部分原告都会主张惩罚性损害赔偿。美国证券交易商协会(the National Association of Securities Dealers, NASD;后改为美国金融业监管局 the Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)下辖的仲裁政策小组在专项工作报告中认为,“在证券仲裁中,没有什么其他事项比惩罚性损害赔偿,更能引起投资者与证券公司之间的广泛争议与尖锐对立”。〔2〕在美国,惩罚性损害赔偿一般是指弥补正常损失之外另行给予被侵权人的超额赔偿,它一般适用于严重的侵权行为。〔3〕在证券纠纷中,惩罚性损害赔偿大量适用于证券公司恶意不顾或者明显漠视投资者权利的作为或者不作为。

仲裁员是否有权裁决惩罚性损害赔偿,是该制度能否适用于证券仲裁的核心争议事项。纽约州上诉法院在 *Garrity*〔4〕一案中最早提出该问题。法院认为,惩罚性损害赔偿是“社会惩戒性质的救济,而不是私人补偿性质的救济”,不能由仲裁员等私权力机构行使。因此,即使双方当事人在仲裁协议中明确约定,也不得适用惩罚性损害赔偿。这一判决在证券行业中造成了广泛的影响。此后不久,有不少证券公司为了避免承担惩罚性损害赔偿,就在证券格式合同中强制适用纽约州法律。证券公司的意图是,如果证券合同择选纽约州法律为适用法,根据 *Garrity* 案所确立的规则,则意味着仲裁员无权作出惩罚性损害赔偿裁决,以此迂回排除其适用。

对此,各级法院之间产生了较大的分歧。在联邦上诉法院中,分为两派主张:一派支持仲裁员作出惩罚性损害赔偿裁决,另一派反对仲裁员作出惩罚性损害赔偿裁决。两者之间的冲突,不是像最初时 *Garrity*

〔1〕 9 U. S. C. § 2(1994).

〔2〕 Securities Arbitration Reform, Report of the Arbitration Policy Task Force to the Board of Governors National Ass'n of Securities Dealers, Inc. (Jan. 1996), p. 35.

〔3〕 David G. Owen, *The Moral Foundations of Punitive Damages*, 40 ALA. L. Rev. 705 (1989), p. 705.

〔4〕 *Garrity v. Lyle Stuart Inc.*, 353 N. E. 2d 793 (N. Y. 1976).

案一样纠缠于惩罚性损害赔偿能否在私权力机构中作出,而主要聚焦于格式化的仲裁协议下双方当事人之真实意图。

反对“惩罚性损害赔偿的可仲裁性”的法院,如联邦第二、第七巡回法院,^[5]主要认为:双方合同中的语言是清晰无比的——本合同将受纽约州法律管辖,这一约定完全适用于整份合同,包括仲裁员作出救济的权力范围。^[6]既然合同双方的当事人选择了纽约州法律作为管辖法律,就已经很明显地表达了遵循 Garity 案的合意。因此,惩罚性损害赔偿不属于可适用的救济方式。^[7]

支持“惩罚性损害赔偿的可仲裁性”的法院,如联邦第一、第八、第九、第十一巡回法院,^[8]主要认为:第一,证券合同中约定的适用法律(如纽约州法律)仅仅是对实体法的选择,以此决定某一种行为是否会招致惩罚性损害赔偿,但没有限定仲裁员就此可以作出的救济类型。^[9]第二,仲裁协议中通常选定的仲裁机构,诸如 NASD、美国仲裁协会(the American Arbitration Association, AAA)或者纽约证券交易所(the New York Stock Exchange, NYSE)等,其仲裁规则均或明示或默示地允许仲裁员作出惩罚性损害赔偿;甚至, NASD 于 1990 年还禁止仲裁协议直接约定仲裁员不得作出惩罚性损害赔偿裁决。^[10]因此,双方当事人既然在合同中选择了上述仲裁机构,则有了选择惩罚性损害赔偿的合理预期。第三,由于证券公司提供的证券格式合同一方面适用排除惩罚性损害赔偿的纽约州法律;另一方面又选择了允许惩罚性损害赔偿的仲裁规则,在此种冲突的情况下,应基于优先权原则

[5] Paul Lansing & John D. Bailey, *The Future of Punitive Damage Awards in Securities Arbitration Cases After Mastrobuono*, 8 DePaul Bus. L. J. 201 (1996), pp. 212-215.

[6] *Mastrobuono v. Shearson Lehman Hutton Inc.*, 514 U. S. 52 (1995).

[7] 同注[6]。

[8] 同注[5], 第 207~212 页。

[9] Peter M. Mundheim, *The Desirability of Punitive Damages in Securities Arbitration: Challenges Facing The Industry Regulators in The Wake of Mastrobuono*, 144 U. Pa L. Rev. 197 (1996), p. 208.

[10] NASD 规则 Rule 21(f)(4)明确规定:“NASD 会员单位和投资者之间签订的合同不得对仲裁员作出何种形式仲裁裁决的权力作出限制。”

(preemption doctrine), 优先适用支持仲裁规则的联邦法律 FAA。^[11]

最终,美国最高法院在 1995 年的 *Mastrobuono* ^[12] 一案中给出了自己的意见。该案认为,仅仅择选纽约州法律并随之适用 *Garrity* 案先例规则,不能成为否定仲裁员作出惩罚性损害赔偿裁决的充分理由。在 *Mastrobuono* 案中,由于适用法律与仲裁规则的冲突,造成双方是否有意愿授予仲裁员适用惩罚性损害赔偿的权力是模棱两可的。因此,基于 FAA 对仲裁的支持和对格式合同拟定方的不利解释原则,仲裁裁决中的惩罚性损害赔偿应当予以支持,除非当事人双方明确约定排除惩罚性损害赔偿的适用。美国最高法院通过 *Mastrobuono* 案确认了仲裁员在一定条件下有权作出惩罚性损害赔偿裁决,解决了下级法院对于惩罚性损害赔偿可仲裁性的分歧。

二、制度价值

惩罚性损害赔偿制度对证券仲裁乃至证券行业是否有独特的价值?这是美国最高法院在 *Mastrobuono* 案中悬而未答的深层次问题。

反对者认为,惩罚性损害赔偿有违仲裁的本意,降低了仲裁的效率,增加了仲裁的经济成本,使仲裁变得类诉讼化。尽管在证券仲裁中的适用比例很低,但是有较大比例的案件都会请求惩罚性损害赔偿。为此,证券公司不得不尽可能地利用一切方法进行对抗,而这个机构原本是为快速解决纠纷而存在。^[13] 并且,惩罚性损害赔偿本质上是一种社会惩戒措施,应由代表“公共利益”的公权力机构(如司法部门)行使,不适宜由一个仅具有有限程序保障的私权力机构来行使。

支持者则回应,是惩罚性损害赔偿的不恰当行使,而非惩罚性损害赔偿本身,导致了仲裁的类诉讼化,而前者可通过改革仲裁程序予以减

[11] Constantine N. Katsoris, *Punitive Damages in Securities Arbitration: The Tower of Babel Revisited*, 18 FORDHAM URB. L. J. 573 (1991), p. 586.

[12] 同注[6]。

[13] David S. Ruder, *Securities Arbitration in the Public Interest: the Role of Punitive Damages*, 92 NW. U. L. Rev. 69 (1997), p. 75.

缓。并且,以“私力救济”方式来促进法律的遵守,也只不过是长久以来的法律传统而已。^[14] 支持惩罚性损害赔偿的意义,在于其背后对证券仲裁的价值考量:

第一,惩罚性损害赔偿可以惩罚严重的证券侵权行为人,以阻却潜在的行为人作出类似侵权行为。虽然补偿性损害赔偿也能让侵权行为人承担责任,但所造成的经济压力完全不能与惩罚性损害赔偿相提并论。因此,如果证券仲裁隔离了惩罚性损害赔偿,对于严重的证券侵权人,仲裁员将“无牌可打”。

第二,惩罚性损害赔偿能够促使投资者有足够的动力提起仲裁。如果投资者通过仲裁程序只能得到较少的补偿性损害赔偿,则许多投资者压根就不会提出索赔的要求。但是,如果让他们看到可能获得惩罚性损害赔偿的希望,情况则会发生改变。借助投资者的仲裁索赔,证券行业的监管部门才有机会发现更多的证券违规。比如说,假设在证券仲裁中发现某一个证券经纪人监管的其中一个账户存在炒单行为,那么顺藤摸瓜很可能会找出他对其他账户也进行了炒单。^[15] 继续往下,如果该经纪人的行为源于证券公司管理层的不当监管,那很可能发现该部门的其他经纪人也存在炒单行为,从而揭开证券公司或者整个行业的违规现象。因此,在上述情况中,投资者的初始控诉显得十分重要,而这有赖于惩罚性损害赔偿大额赔偿的诱惑。^[16]

第三,惩罚性损害赔偿可以保证证券仲裁的公平性。因为,如果投资者基于证券格式合同无法寻求诉讼只能诉诸仲裁,假设仲裁中没有惩罚性损害赔偿,则投资者将彻底失去惩罚性损害赔偿的可能性。^[17]

[14] 同注[9],第219~222页。

[15] 炒单是经纪人欺诈中的典型行为。经纪人以客户的名义进行一系列过量的买入和卖出,以便获取交易佣金。

[16] Cf. *Bonar v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, 835 F.2d 1378 (11th Cir. 1988).

[17] 同注[2],第38页。

三、实证研究

在美国证券仲裁中,惩罚性损害赔偿的实践情况如何?有学者于2010年随机选择了418名仲裁员在1992年11月至2006年12月31日作出的6803件仲裁案件为样本,首次对证券仲裁中惩罚性损害赔偿进行实证研究。^[18]其主要结论为:

第一,在所有仲裁案件中,只有很少的案件仲裁员会作出惩罚性损害赔偿裁决。在全部6803份仲裁裁决中,有3329份支持了原告的诉求,原告胜诉率为48.9%;在3329份原告胜诉裁决中,有304份适用惩罚性损害赔偿,占全部裁决的4.5%和占原告胜诉裁决的9.1%。

第二,越严重的证券侵权行为越可能招致惩罚性损害赔偿。如图1所示,具有明显主观恶意的侵权行为(如盗窃、未经授权交易、虚假陈述、欺诈等)比主观恶意较少的侵权行为(如过失执行交易、过失监管账户、不当执行交易等)适用惩罚性损害赔偿的比例更高。

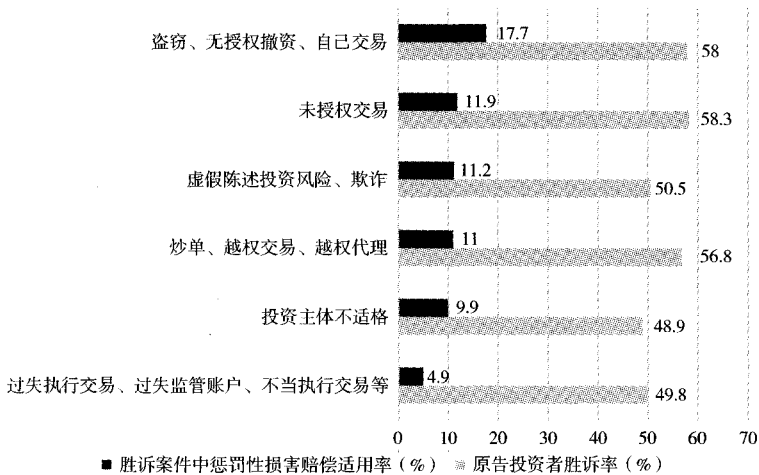


图1 诉讼类型与原告胜诉率、惩罚性损害赔偿适用率的关系

[18] Stephen J. Choi & Theodore Eisenberg, *Punitive Damages in Securities Arbitration: An Empirical Study*, 39 J. Legal Stud. 497 (2010), pp. 498 - 508.

第三,越严重的侵权损害结果(以补偿性损害赔偿的金额反映出来)导致越高金额的惩罚性损害赔偿。这是因为补偿性损害赔偿与侵权行为的主观恶意、侵权损害结果的大小相关。此外,惩罚性损害赔偿的数额明显高于补偿性损害赔偿。

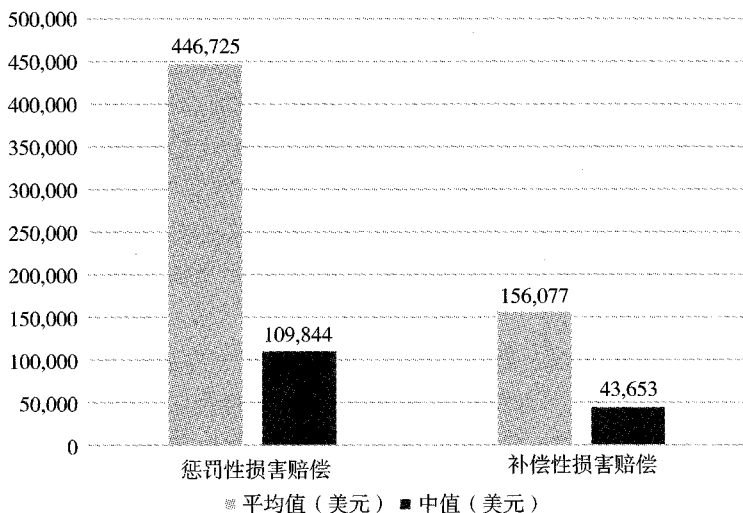


图2 惩罚性损害赔偿和补偿性损害赔偿的数额

从上述实践情况来看,证券仲裁中的惩罚性损害赔偿虽然适用频率相对较低,但是较好地体现了对严重证券侵权行为的惩罚目的,并且惩罚性损害赔偿的金额大小直接反映了证券侵权行为的主观恶意、损害结果等重要因素。

四、合宪化改革

一般认为,美国宪法第十四修正案的正当程序原则要求对国家行为进行限制。^[19] 如果一个国家行为可任意地剥夺他人的财产权利,又没有受到任何明确和必要的限制,则会违反正当程序。在普通法体系

[19] Andrew Kopp, *Securities Arbitration Awards of Punitive Damages: Protective or Expansive Steps for Review*, 2004 J. Disp. Resol. 289 (2004), p. 298.

中,陪审团作出惩罚性损害赔偿一般需要受到初审法院和上诉法院的司法审查,以确保其符合合宪性要求。对于仲裁员作出的惩罚性损害赔偿裁决,一般主流观点认为其满足国家行为的要件而应遵守正当程序。^[20]

在司法实践中,虽然美国最高法院没有直接提出惩罚性损害赔偿仲裁裁决的合宪性要求,但是在 Honda^[21]案中,它指出“只要适用惩罚性损害赔偿,就应当对惩罚性损害赔偿判决的金额进行司法审查,这样才能防止过度高额的判决”。^[22]正当程序对惩罚性损害赔偿的合宪性要求主要包括两个方面:一是实体上的“合理性标准”,如惩罚性损害赔偿对补偿性损害赔偿的比例不能过高,否则可能构成任意剥夺他人财产而违宪;二是程序上需要配套“司法审查”和证据规则等保护措施。

但是,仲裁裁决很少像司法判决一样会形成充分的书面材料,因此很难去判断实体上的“合理性”。而且,仲裁机制也没有足够的程序性保护规则。美国联邦第八巡回法院的法官认为:“在仲裁体制中几乎没有适用惩罚性损害赔偿的基本正义和正当程序所要求的保护规则……即使存在这种规则也很简单。”^[23]而且,证券仲裁的司法审查范围十分有限,只有涉及欺诈、贪污或者仲裁员明显不公正、越权仲裁等少数情形,仲裁裁决才能被撤销。^[24]这背后的理念,是仲裁效率与经济价值的映射。毕竟,“如果仲裁最终变得与诉讼一样复杂,那么仲裁的目的也就不复存在”。^[25]

在证券仲裁中适用惩罚性损害赔偿,应当实现正当程序的要求,但

[20] Karl E. Neudorfer, *Awarding Punitive Damages in Arbitration Defines Securities' Due Process Downward*, 18 *Alternatives to High Cost Litig.* 189(2000), pp. 190 - 191. 也有学者认为仲裁员作出惩罚性损害赔偿不是国家行为。另参见注[19]。

[21] *Honda Motor Co. v. Oberg*, 114 S. Ct. 2331 (1994).

[22] Dennis M. Barton, *The Evolution of Punitive Damages in Securities Arbitration: Has the Use of Punitive Damages Rendered the Arbitration Forum Inequitable*, 70 *Tul. L. Rev.* 1537(1996), pp. 1557 - 1560.

[23] 同注[9], 第 236 - 238 页。

[24] 9 U. S. C. § 10 - 11(1994). 另参见注[23], 第 1555 - 1557 页。

[25] Margo E. K. Reder, *Punitive Damages are a necessary Remedy in Broker - Customer Securities Arbitration Cases*, 29 *Ind. L. Rev.* 105(1995), p. 130.

是这种实现又不能过多地牺牲仲裁的效率和经济价值。因此,惩罚性损害赔偿在证券仲裁中的合宪化改革处处彰显两者之间的博弈与妥协。比如,在要求仲裁员对仲裁裁决的理由进行说明时,FINRA 的最初方案是只要有一方当事人提出,仲裁员就应当说明。但是,美国证券交易委员会(the Securities and Exchanges Commission, SEC)经过公示和讨论之后最终未采用这一方式,因为该方式将延缓仲裁程序的时间,而是通过了折中方案——即双方当事人均提出才可,从而降低了提出这种要求的概率。^[26]又如,美国国会曾于 2007 年提出《公正仲裁法》(Fair Arbitration Act of 2007),并规定了较为严苛的仲裁程序权利规则,以便为所有当事人提供更为具体的正当程序权利。在提交参议院司法委员会后,由于考虑到对仲裁效率的影响,最后没有进入法律程序。^[27]因此,自 Mastrobuono 案后,惩罚性损害赔偿的合宪性改革总体较为激烈并且进展缓慢,主要的改革成果包括:

第一,仲裁机构的改革。2007 年以前,美国证券仲裁主要由 10 个证券行业自律性组织进行,包括 NASD、NYSE 等,此外 SEC 和 AAA 也能处理一部分案件。2007 年,经过 SEC 批准,NASD 和 NYSE 将其证券监管职能和仲裁职能合并,成立 FINRA。FINRA 处理了全美国 98% 以上的证券仲裁^[28],其中包括 90% 的投资者针对证券经纪的证券仲裁。^[29]至此,证券仲裁管理和程序规则都得到了一定程度的统一,有利于惩罚性损害赔偿适用的一致性和连续性。

第二,仲裁规则的改革。其包括:一是有条件地要求仲裁员说明仲裁裁决的理由。NASD 及之后的 FINRA 规则均要求仲裁员在适用惩罚性损害赔偿的时候要有明确的法律依据,^[30]并且需要明确说明该法律依据。^[31]2009 年,SEC 同意 FINRA 的申请,增加“基于所有当

[26] Alicia J. Surdyk, *on the Continued Vitality of Securities Arbitration: Why Reform Efforts Must Not Preclude Predispute Arbitration Clauses*, 54 N. Y. L. Sch. L. Rev. 1131 (2010), p. 1153.

[27] 同注[26],第 1154 页。

[28] See *The Current State of Securities Arbitration*, 76 U. Cin. L. Rev. 589(2008), p. 591.

[29] 同注[19],第 511 页。

[30] NASD Dispute Resolution Panel Member Training Guide(2001).

[31] NASD Dispute Resolution Arbitrator's Reference Guide(2005).

事方的要求,仲裁员必须说明案件事实和裁决理由”的规则。^[32]二是 FINRA 于 2013 年向 SEC 提议修改仲裁庭组成规则,投资者可以选择仲裁庭 3 名仲裁员均为公共仲裁员,拒绝证券行业仲裁员(一般被视为证券公司的利益代表)的参与,此提案已被 SEC 批准。^[33]三是在仲裁规则中制定正当程序指引(due process protocols)。AAA 等诸多仲裁组织均逐渐规定了正当程序指引,包括仲裁当事人有权获取信息、有权主张合理审限以及有权获得与法院诉讼相同的赔偿等权利。FINRA 虽然没有正式的正当程序指引,但其规则中也包含着正当程序权利的条款。^[34]上述改革均有利于提高适用惩罚性损害赔偿的公正性和可预测性,并增加对惩罚性损害赔偿裁决进行司法审查的可行性。

五、结论与展望

美国证券仲裁历经争议,最终由美国最高法院在 Mastrobuono 案中确认了惩罚性损害赔偿的可仲裁性。主流观点认为,惩罚性损害赔偿对证券仲裁的制度价值较大。实证研究也表明,惩罚性损害赔偿虽然在证券仲裁案件中适用频率相对较低,但是较好地体现了对严重证券侵权行为的惩罚目的,并且惩罚性损害赔偿的金额大小直接反映了证券侵权行为的主观恶意、损害结果等重要因素。

自 Mastrobuono 案后,惩罚性损害赔偿的合宪性改革虽然取得了一定的成效,但总体较为激烈并且进展缓慢,因为这些改革部分牺牲了仲

[32] Order Approving Proposed Rule Change Relating to Amendments to the Codes of Arbitration Procedure To Require Arbitrators To Provide an Explained Decision Upon the Joint Request of the Parties, Securities and Exchange Commission Release No. 34 - 59358, Feb. 2009.

[33] Order Approving Proposed Rule Change Relating to Amendments to the Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes Concerning Panel Composition, Securities and Exchange Commission Release No. 34 - 70442, Sep. 18, 2013.

[34] Jill I. Gross, *McMahon Turns Twenty: The Regulation of Fairness in Securities Arbitration*. 76 U. Cin. L. Rev. 493 (2007 - 2008), pp. 502 - 503.

裁的效率与经济价值。未来,美国的证券仲裁仍需继续探索前进,在满足合宪性的大前提下,尽可能不脱离仲裁制度的原旨——“快捷、经济和有效的纠纷解决方式”。