

证券市场内幕交易民事赔偿责任 问题研究

——以光大乌龙指引发的内幕交易案为视角
上海市第二中级人民法院课题组*

摘要:证券市场中的内幕交易侵权行为,在中国属于高发状态,饱受诟病。但长期以来立法缺乏可操作性的条文,司法解释也迟迟未能出台,导致民事赔偿领域难以取得突破性的进展。光大证券公司因乌龙指事件引发的内幕交易受到行政处罚,随后被投资者提起民事索赔。法院最终判决光大证券公司赔偿投资者的损失,从此开启了我国内幕交易民事赔偿的先例。本文分析了该案中涉及的不少法律适用难题,除了内幕交易的行为认定、主观过错,还包括内幕交易与投资者损失因果关系的认定、不同交易品种之间的关联关系认定、股票及股指期货交易方向认定及损失计算方法等。

关键词:乌龙指 内幕交易 证券侵权行为

内幕交易几乎与证券市场相伴而生。据统计,我国证券市场上约80%的违法案件与内幕交易有

* 课题组成员为吴金水、符望、朱颖琦、王珊、范黎红。其中符望、朱颖琦法官为本案合议庭成员。

关,约80%的违法交易金额与内幕交易案件有关。^[1]相对于证券市场内幕交易的多发,我国相关法律规定却显得滞后及缺位。《证券法》仅在其第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。”该规定相对原则和过于笼统,未明确其构成要件,对原告主体资格的确定、诉讼程序、内幕交易行为及因果关系的界定、损害赔偿的方式和计算等内容未予细化,而相关司法解释又迟迟未出台。加之内幕交易本身的专业技术性、道德模糊性及行为隐蔽性,造成司法实践中缺乏可操作性,久遭诟病。上海市第二中级人民法院自2013年以来陆续受理了数百起因光大证券“乌龙指”事件引发的内幕交易赔偿纠纷案,并在审理过程中发现了诸多亟须解决的难题。在判决之后,课题组撰写本文,展示相关问题及不成熟的思考,以期抛砖引玉,进一步完善我国内幕交易民事赔偿制度。

一、案情简介

2013年8月16日11时05分,光大证券公司在进行交易型开放式指数基金申赎套利交易时,因程序错误,其所使用的策略交易系统以234亿元的巨量资金申购180ETF成分股,实际成交72.7亿元。当日不晚于11时40分,光大证券公司相关高管开会达成通过做空股指期货、卖出ETF对冲风险的意见并实施。当日13时,光大证券公司称因重大事项停牌。但在当日13时开市后,光大证券公司即通过卖空股指期货、卖出ETF对冲风险。至14时22分,卖出股指期货空头合约IF1309、IF1312共计6240张,合约价值43.8亿元,获利74,143,471.45元;卖出180ETF共计2.63亿份,价值1.35亿元,卖出50ETF共计6.89亿份,价值12.8亿元,合计规避损失13,070,806.63元。直到当日14时22分,光大证券公司才发布公告,称“公司策略投资部自营业务在使用其独立套利系统时出现问题”。

[1] 巴曙松:《我国对内幕交易主体的界定范围过于狭窄》,载新浪网, <http://finance.sina.com.cn/roll/20080112/00161926318.shtml>。

光大证券公司因此受到中国证监会的行政处罚。证监会认定,光大证券公司因程序错误巨量申购和成交可能对投资者判断产生重大影响,从而对沪深300指数、180ETF、50ETF和股指期货合约价格产生重大影响,相关信息为内幕信息。上述内幕信息自当日11时05分交易时产生,至当日14时22分光大证券公司发布公告时公开。光大证券公司在内幕信息公开前将所持股票转换为ETF卖出和卖出股指期货空头合约的交易,构成《证券法》第202条和《期货交易管理条例》第70条所述内幕交易行为。为此,中国证监会决定没收光大证券公司ETF内幕交易违法所得13,070,806.63元,并处以违法所得5倍的罚款;没收光大证券公司股指期货内幕交易违法所得74,143,471.45元,并处以违法所得5倍的罚款。此外,还处罚了相关责任人员。

处罚之后,数百名投资者向上海市第二中级人民法院提起诉讼,要求光大证券公司赔偿因其证券及期货内幕交易行为造成的损失。

二、内幕交易行为中内幕信息的认定

内幕交易离不开内幕信息。是否存在内幕信息,是光大乌龙指相关案件中的争议焦点之一。我国《证券法》第75条规定,证券交易活动中,涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息,为内幕信息。由此可见,确认内幕信息主要有两大标准:一是尚未公开;二是该信息对相关证券价格有重大影响。

(一)尚未公开的认定

尚未公开即该信息尚未披露,尚未为一般投资者所知悉。判断信息的公开标准,国际上通行的做法有两种:其一是具体案例具体分析;其二是在相关法律中明确规定应通过何种方式公开或公开信息的范围。从各国规定来看,信息公开的方式一般有三:(1)在全国性新闻媒体上公布该信息;(2)通过新闻发布会公布信息;(3)市场消化了该信息即市场对该信息作出了反应。就第三种方式而言,要求信息公开是实质上的公开而非形式上的公开。这也是西方“有效市场理论”的核心所在。据此理论,只有当某一信息对市场产生有效影响,即该信息已

被投资大众所消化、理解,该信息才被认为是公开的。美国 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.^[2]这一典型案例对此作了很好的诠释。在此案中,被告辩称,当他买进股票时,公司已将有关信息对外公布,因此他并未利用内幕信息进行证券交易。但法院认为,虽然被告在信息公布十分钟后才买进股票,但该信息并未被所有投资人所知悉,投资人还没有足够的时间来分析、消化,因此仍构成证券内幕交易行为。

光大证券内幕交易一案中,光大证券公司抗辩称错单交易信息在当日 11 时 32 分即在各媒体披露,主要依据为 21 世纪网刊所发表的《A 股暴涨:光大证券公司自营盘 70 亿乌龙指》报道以及相关网站转载。并且光大证券公司当日 13 时申请临时停牌并发布提示性公告,对投资者和整个市场已经产生了提示性作用,不具有“未公开性”。光大证券所提出的实际是对“未公开性”标准的判断问题:信息应当由谁披露?披露范围如何?披露权威性真实性如何?媒体的报道是否构成信息的公开?笔者认为,首先,从报道的主体来看,该报道并非由光大证券公司主动披露,而是由财经媒体自主报道,不能视为光大证券公司履行了法律法规以及证券监管部门、证券交易所要求的公开披露义务。其次,从报道的消息来源来看,该报道提及“独家获悉”,该用语往往体现了财经媒体报道的消息来源为私下、非公开渠道,未经官方确认,不具有权威性,受众未必对此产生信赖。最后,从报道的内容来看,该报道既提到了 A 股暴涨原因为“乌龙指”,同时也提到了光大证券公司董秘梅键称“乌龙纯属于虚乌有”,对同一件事情的两种截然不同观点均予以报道,只能为受众提供参考,受众无法从中得到准确答案。基于以上原因,不能视为内幕信息已经具有公开性。由此可见,法律上认可的信息公开应当具备主动性、权威性、广泛性和确定性的特征,那些网上传闻、小道消息、媒体评论等,不能构成信息的公开披露。

(二)关于重大性的认定

并非所有有关上市公司的未公开信息都是内幕信息。内幕信息必须是可能对证券价格具有重大影响的信息。我国《证券法》第 75 条列举规定了内幕信息的范围,最后一项概括式写明“国务院证券监督管

[2] 401 F. 2d 833, 1 EXC 210(2d Cir. 1968).

理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”。正是该项造成了较大的法律争议。

笔者认为,判断某种信息是否具有重大性时,可以借鉴国外理论界的两种标准:一是合理投资者标准(reasonable investor standard)。如果一个理智的投资者,在他作出投资时,可能认为这个被忽略到的事实是重要的,那么它就是重要的。换句话说,即这个被忽略的事实公开后,极有可能被理智的投资者看成是改变了自己所掌握的信息的性质,那么,这些事实也就是重要的。二是市场效应标准(Market Impact Standard)。如果某信息公开时将会对相关股票的市场价格产生实质性影响,则该信息就有重大性。

在光大证券内幕交易案中,证监会认为,光大证券因程序错误以234亿元的巨量资金申购180ETF成分股,实际成交72.7亿元,可能影响投资者判断,对沪深300指数、180ETF、50ETF和股指期货合约价格均可能产生重大影响,因此符合内幕信息特征。证监会在认定内幕信息重大性的问题上,综合运用了上述投资者标准和市场效应标准,认为巨量申购的信息可能影响投资者判断,也可能对相关证券的市场价格产生实质性影响,这两种标准的运用是对当前信息化证券市场发展需要的有力回应。

三、内幕交易民事赔偿之主观要件

内幕交易规制的目的并不在于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。^[3]故而主要资本市场法域普遍将主观要件作为内幕交易民事赔偿责任成立的必备条件之一。比如,在1967年Ernst & Ernst v. Hochfelder一案中,美国联邦最高法院认为,scienter是根据美国《1934年证券交易法》第10(b)条和SEC10b-5规则提起的私人损害诉讼的

[3] Neha Jain, *Significance of Mens Rea in Insider Trading*, *Company Lawyer*, Vol. 25, 2004, pp. 132-137.

必备条件。而所谓 *scienter*, 是用于描述行为人作出或者不作出一定行为时的主观状态的拉丁语词语, 意为“欺诈的故意”。欧盟的《禁止市场滥用指令》对于派生内幕交易行为人则应具备“知道或应当知道”其所拥有的信息为内幕信息的主观认知要素。

光大证券内幕交易案件中, 也离不开主观过错的认定。主观过错涉及知悉内幕信息并且利用内幕信息。光大证券提出, 错单交易发生时, 其根本无法判断错单信息属于整个证券和期货市场的内幕信息, 并非故意隐瞒。因此, 其不属于知悉。笔者认为, 由于光大乌龙指案件属于首例, 法律缺乏直接明确的规定, 相关法律仅仅使用了概括性条款, 确实容易引起争议。

对此, 我们可以换一种角度思考。从当日的实际情况来看, 光大证券的错单交易行为引起市场暴涨, 可能影响投资者判断, 对市场上众多的交易品种价格可能产生影响。即便抛开对市场的影响, 光大证券也应认识到该信息至少会对其公司本身股票价格产生重要影响, 因为错单成交量巨大, 作为自营业务, 足以对光大证券公司的经营业绩产生重大影响, 并且当天的交割结算会引发巨额债务。由此可以判断, 光大证券错单交易行为已经成为《证券法》第 67 条所规定的可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件。实际上, 光大证券公司因重大事项对于自己公司的股票交易申请了停牌并进行了公告。如果在这一公告中及时披露错单情况, 也不会受到后来的行政处罚。相反, 当日 11 时 40 分光大证券已经开会准备进行对冲, 这说明光大证券此时完全知晓其上午的交易属于错单交易, 因此才有对冲交易的需要。如果立即披露, 可能对冲交易难以成功避免损失。如果光大证券没有进行对冲, 认定其知悉错单情况属于内幕信息可能依据不足, 但其对冲行为则反过来印证, 其应能“知悉”错单信息对市场具有重大性的影响。

光大证券还提出其对冲交易是根据既定的、公开的交易策略和《策略投资部业务管理制度》进行的, 具有合规性和正当性, 不是“利用”内幕信息。笔者认为, 任何公司的内部规定均不能违反国家的法律规定, 如果违反, 就应承担相应的法律责任。诚然, 光大证券的对冲交易策略本身并不违法, 因系统故障引起的微量错单交易, 确实可以通过对冲交易规避损失, 但在特定情况下, 尤其是本案中因巨量错单交易

进而产生内幕信息的情况下,因为国家法律法规、监管部门的要求,此时公司就具有更高的义务来确保自己的行为合法,而不仅仅是考虑公司内部的规定。因此,光大证券以存在公司内部规定为由主张其无过错,理由不能成立。

四、内幕交易民事赔偿责任因果关系之认定

由于法条语焉不详,如何认定内幕交易中的因果关系,成为司法实务中的难点。比如在已有的两起案件中,法院均认定原告无法证明因果关系而判决其败诉。在陈祖灵与潘海深因证券内幕交易赔偿纠纷一案〔4〕中,陈祖灵以证券内幕交易为由,起诉潘海深要求其赔偿经济损失。法院认定,“潘海深作为大唐公司的董事应当属于掌握大唐公司内幕信息,他于2007年4月16日卖出大唐电信股票的行为,受到了证监会的处罚。但从本案有效证据表明潘海深与陈祖灵在本案诉讼前并不相识,陈祖灵买卖大唐电信股票并非受到潘海深的引导,并且陈祖灵于2007年4月10日以17.1元买入该股票,又于2007年6月18日以24.47元卖出,每股净盈利7.37元,但此时距离潘海深卖出股票已经两个多月,至此,说明潘海深的行为没有给陈祖灵带来负面影响或损失”。据此判决原告败诉。在黄光裕内幕交易索赔案中,两股民向黄光裕及其妻子索赔648万余元。法院认为,在黄光裕夫妇实施内幕交易行为的2007年8月13日至9月28日期间,吴某于2007年9月21日买入中关村股票,主要从事的是与黄光裕夫妇同向的证券交易。在涉案内幕信息公布后,吴某于2008年8月20日,将其持有的中关村股票全部卖出,此时已不属于黄光裕、杜鹃的内幕交易行为时间。吴某未能举证证明其损失与黄光裕夫妇的内幕交易行为之间存在因果关系,故判决其败诉。〔5〕由此可见,因果关系已经实际上成为内幕交易索赔

〔4〕 (2009)一中民初字第8217号。

〔5〕 张玉学:《黄光裕内幕交易索赔案一审股民败诉》,载网易网,<http://tech.163.com/12/1221/05/8J7MGB5A000915BD.html>。

最大的障碍,导致我国目前未曾有过内幕交易索赔成功的案例。

在光大证券内幕交易案件的索赔中,也出现了相应的因果关系难题。比如,光大证券针对原告的不同交易情况提出了诸多因果抗辩,认为自己的内幕交易行为与原告所受损失之间没有因果关系:(1)当日13时,相应证券和期货合约价格开始快速下跌,14时22分光大证券公司发布公告前后,价格走势呈平稳下跌趋势,故是否存在公告行为,并不影响价格走势,因此投资者交易受损并非光大证券公司内幕交易行为所致。(2)内幕交易期间,光大证券公司交易的IF1309和IF1312的数量远低于市场成交总量,而且每分钟交易量较为平均,并不会导致大盘价格下降,也未造成原告受损。(3)光大证券交易的是股指期货合约IF1309、IF1312以及50ETF以及180ETF,而原告提出的索赔除了上述品种之外,还有ETF的成分股以及IF股指期货所对应的沪深300指数的成分股,这些成分股与光大证券公司的内幕交易行为并不相关。(4)原告交易记录显示,原告反复多次买入和卖出股指期货合约,属于纯粹投机/超短线交易/双向交易,原告从事交易系自主判断和自主决策,不受光大证券公司内幕交易行为影响。(5)中国证监会认定的光大证券公司内幕交易时间段为2013年8月16日13:00~14:22,而许多原告主张的损失系当日上午(非该交易时间段内)跟风交易产生的损失,故不存在因果关系。上述抗辩中的诸多因果关系难题,值得一一进行分析。

(一) 证券侵权中的因果关系推定

内幕交易是证券侵权的一种,相比于民事侵权,证券侵权中的因果关系认定非常之复杂。首先,证券市场主体人数众多、交易迅速、成交量大。作为一个以计算机网络技术为基础的市场,大多数证券交易是通过集合竞价和连续竞价,采取交易所主机撮合方式而完成的。以内幕交易而言,内幕交易行为人与受害人并不直接对应或接触。因此,投资者交易的股票无法与内幕交易行为人交易的股票完全一一对应。其次,在证券市场中,投资者的损害主要表现为证券价格的下降或上升,但是影响证券价格的因素非常多,往往是多种原因相互交织引起证券价格波动。虚假陈述、操纵市场等其他证券侵权行为也存在同样的难题。除此之外,还存在举证的难题,如果缺乏监管部门的介入调查并且发布调查结果,如果仅由投资者通过证据去证明证券侵权的因果关系几乎不可

能。这样一来,相当于架空了证券侵权赔偿制度,不符合立法的本意。

为此,必须通过立法改变这类案件中的因果关系认定,才能让遭到侵权的投资者获得赔偿,起到惩罚之效果。他山之石,可以攻玉,笔者注意到,美国相关法律的演变值得借鉴。美国《1934年证券交易法》第10b条要求原告证明存在信赖和因果关系,导致原告举证难度较高。此后,美国联邦最高法院1988年通过Basic Inc. v. Levinson案确认了“市场欺诈理论”,即信息披露不当影响了市场价格的真实性,构成对市场所有其他投资者的间接欺诈,法院将会推定投资者信赖的存在,并继而推定因果关系成立。^[6]美国1988年《证券交易法》修改则进一步确认了推定因果关系,提出内幕行为的同时交易人(contemporaneous traders)无需证明因果关系。第20A条“对内幕交易同期交易人的责任”规定:基于同期交易的私人诉讼权。任何人在管有重大非公开信息时因购买或出售证券而违反本法和其项下规则或条例的,在任何有管辖权的法院提起的诉讼中,应对在作为上述违法对象的证券买卖时购买(违法的原因是出售证券的)或出售(违法的原因是出售证券的)同类证券的任何人承担责任。^[7]

我国目前法律法规或者司法解释并未对内幕交易与投资者损失的因果关系方面作出具体明确规定,但与此最相类似、同样涉及证券市场投资者民事赔偿的最高人民法院《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》第18条对因果关系作出如下规定:“投资人具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系:(一)投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;(二)投资人在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入

[6] Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224(1988).

[7] 15 U. S. Code § 78t - 1 - Liability to contemporaneous traders for insider trading. 原文为:(a) Private rights of action based on contemporaneous trading: Any person who violates any provision of this chapter or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, nonpublic information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class.

该证券；(三)投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损。”根据该规定,具备一定条件的情况下,推定因果关系成立。

考虑到上述因素,笔者认为,在认定内幕交易与投资者损失的因果关系方面,亦应采用推定因果关系的做法。基于有效市场理论,假定证券及期货市场的价格受所有投资公众可获知的公开信息的影响,交易时不披露内幕信息,会在极大程度上影响市场价格的真实性。因此,存在内幕交易行为应当推定为会影响到投资者所投资的交易品种价格,进而造成投资者的损失。^{〔8〕}至于在具体案件中,内幕交易的交易总量、市场价格变化、交易数量是否平均等,则属于交易的细节。笔者认为,这对于因果关系的认定并无影响,因为立法禁止从事内幕交易行为,并未区分上述具体实施因素,而是考虑到内幕交易破坏证券市场交易制度的公平性,影响到一般投资人对证券市场公开、公正、公平的信赖。在采用推定因果关系的情况下,上述具体交易数量与具体交易模式,对于与内幕信息直接关联的交易品种,并不影响因果关系的认定,最多在赔偿责任限额方面对内幕交易行为人有影响。比如,在我国台湾地区关于内幕交易的“立法”中规定:“下列各款之人,实际知悉发行股票公司有重大影响其股票价格之消息时,在该消息明确后,未公开前或公开后十八小时内,不得对该公司之上市或在证券商营业处所买卖之股票或其他具有股权性质之有价证券,自行或以他人名义买入或卖出……违反第一项或前项规定者,对于当日善意从事相反买卖之人买入或卖出该证券之价格,与消息公开后十个营业日收盘平均价格之差额,负损害赔偿责任;其情节重大者,法院得依善意从事相反买卖之人之请求,将赔偿额提高至三倍;其情节轻微者,法院得减轻赔偿金额。”^{〔9〕}

〔8〕 这也是最高人民法院关于内幕交易司法解释的征求意见稿中的相应规定。其第22条规定了责任成立的因果关系,即“原告能够证明下列情形的,人民法院应当认定被告的内幕交易行为与原告的损失之间存在因果关系:(一)原告买卖的是与内幕信息直接关联的证券、证券衍生产品或期货合约;(二)在被告实施内幕交易行为的同期,原告从事了与被告方向相反的证券交易行为;(三)被告据以从事交易的内幕信息具有价格敏感性;(四)原告遭受损失。”

〔9〕 参见我国台湾地区“证券交易法”第157-1条之规定。

另外,如果内幕交易行为人能够证明内幕交易期间内有其他市场风险因素的明显介入,则会影响因果关系的认定。这个证明责任的难易程度根据内幕交易期间长短会有所不同。比如在光大证券案件中较短的内幕交易期间,要证明其他市场风险因素的介入,是非常困难的。

(二)成分股索赔中的因果关系认定

与因果关系密切相关的一个问题是交易品种直接关联性问题。本案中,许多投资者所交易系 50ETF、180ETF、沪深 300 指数的成分股,与光大证券公司所交易的股指期货空头合约 IF1309、IF1312 以及 50ETF 以及 180ETF 并不相同。这是否属于司法解释征求意见稿规定的“与内幕信息直接关联的证券、证券衍生产品或期货合约”,在本案中引发了极大的争议。

笔者认为,在交易品种不同的情况下,需要进一步区分认定交易品种之间的关联关系。如果一种交易品种以内幕交易信息相关品种的价格为基础的,或者两者之间存在明显的价格互动关系的,可以认定两个投资品种之间存在直接关联性。如果缺乏上述条件,则应认定为不存在直接关联性。在美国的司法实践中,直接关联性通过案例不断在发展。笔者检索到了下列案例,在 Backman v. polaroid Corp^[10] 一案中,法院认定买入股票与买入个股期权(call option)的投资者均可提出索赔。也就是说,认为个股期权与特定的个股存在直接关联关系。法官在判决书中写到:“原告安德森先生以其持有个股买入期权提出索赔,被告以非股票为由要求撤销案件的动议不能得到支持。期权与股票虽不同,但这不能成为撤销案件的理由,个股买入期权也符合证券交易法 10(b)及及相关规则 10b-5 所界定的‘证券’……”^[11]在 Moskowitz

[10] 540 F. Supp. 667(1982).

[11] “Finally, I deny the motion to dismiss insofar as it relates to the claims of Dr. Anderson arising out of his purchases of call options on or before January 18, 1979. The fact that Dr. Anderson purchased call options and not shares of stock does not require that his claims be dismissed. Call options are ‘securities’ within the meaning of Section 10(b) and Rule 10b-5. See Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723, 751, 95 S. Ct. 1917, 1932, 44 L. Ed. 2d 539(1975). Both § 10(b) and Rule 10b-5 apply to ‘any person’ who engages in fraudulent or deceptive activities in connection with a sale or purchase of a security.”

v. lopp^[12]一案中,法院从信赖义务及因果关系方面进一步认定个股期权投资者有权索赔。在 In Re Worlds of Wonder Securities Litigation^[13]一案中,该案同时涉及虚假陈述及内幕交易的索赔,法院认定公司可转债(convertible debentures)的投资者与股票投资者一样可索赔,相当于承认了公司股票与可转债这两个品种的直接关联性。

光大证券内幕交易案中,并未涉及个股期权与公司可转债,而是涉及ETF成分股与沪深300指数成分股。某个指数与成分股之间的关联关系索赔,国内外司法实践中均缺乏可以直接借鉴的案例,因此争议更大。对此,笔者进一步分析如下:

1. 关于ETF成分股。

本案中,光大证券公司所交易的ETF品种是一种跟踪标的指数变化、且在证券交易所上市交易的基金。50ETF与180ETF分别跟踪的指数为上证50指数、上证180指数。ETF组合中的股票种类和相关指数包含的成分股相同,股票数量比例和该指数成分股构成权重一致。笔者认为,ETF与股票投资者的开户要求并无不同,买卖制度类似。就价格互动性而言,由于ETF价格与“一揽子”成分股价格按比例相关,成分股的价格变动会直接影响ETF的价格变动。ETF的申购赎回,可以用“一揽子”成分股互换,这个过程中会发生成分股的直接买卖,而不仅仅是心理影响。在ETF套利方面,也存在价格互动性,大量卖出ETF会导致ETF市场价格下降,与ETF的份额净值产生偏离,偏离到一定程度便会产生套利机会,市场套利者通常会低价买入ETF,再赎回换成“一揽子”股票,然后在股票市场抛售,赚取差价。

在光大证券内幕交易案中,光大证券公司在内幕交易时间段交易的50ETF为6.89亿份,与当日50ETF全天市场总交易量17.64亿份相比所占比例为39.06%,180ETF为2.63亿份,与当日180ETF全天市场总交易量16.49亿份相比所占比例为15.95%。上述数据说明,光大证券公司内幕时间段的交易量即便与全天市场总交易量相比,已经是占相当大的比例,更何况单独对内幕交易时间段内的成交量进行

[12] 128 F. R. D. 624(E. D. Pa. 1989).

[13] 814 F. Supp. 850(1993).

比较。在如此大的交易量的情况下,笔者认为足以引起成分股的价格变动。因此,50ETF、180ETF的成分股与光大证券公司内幕交易的品种具有直接关联性。如果投资者交易成分股受到损失,应认定与光大证券公司的内幕交易行为存在因果关系。

2. 关于股指期货成分股。

沪深300指数成分股与股指期货IF之间是否存在因果关系,则更为复杂,因为涉及跨市场的互动关系认定。股指期货交易市场与股票交易市场开户要求、交易规则相差较大,股指期货交易对投资者有更高的专业要求。这是两个相对独立的市场。

跨市场的价格关联关系也是证券市场研究的热点之一。由于IF1309和IF1312股指期货合约以沪深300指数为标的,基于期货的原理,期货价格与现货价格存在一个互相影响机制。许多研究表明,许多时候期货合约的价格可以作为现货价格的晴雨表,与现货价格存在一个双向价格发现的关系。有不少学者通过数据实证分析,得出各自的结论。比如有的文章结论提出:“互动关系方面,沪深300股指期货价格与现货价格同期相关度高,波动率趋于一致,且二者趋同速度较快,股指期货与现货市场价格之间存在互动关系。引导关系方面,股指期货与现货市场价格之间存在长期均衡关系,在偏离均衡的短期动态调整过程中,股指期货价格对现货价格的引导作用不明显,且股指期货在价格发现中的贡献度远低于现货。”^[14]有的文章结论提出:“1. 中国沪深300股票指数期货市场价格发现功能尽管存在,但是从实证结果不难发现这种功能表现为期货市场与现货市场的对称性,即现货市场也对期货市场表现出价格发现功能。这使得期货市场的这种单向价格发现和指引功能并没有特别凸显出来。2. 尽管两个市场之间的‘波动集聚’关联效应都十分显著,但是波动溢出效应在短期和长期中呈现不同的特征。短期波动溢出效应中,是现货市场对期货市场的波动有溢出效应,而期货市场对现货市场效应并不显著。”^[15]有的文章观点更加

[14] 陈焱、李萍、刘涛:《股指期货与现货市场价格的互动、引导关系研究——基于沪深300股指期货的实证分析》,载《中央财经大学学报》2013年第2期。

[15] 项歌德、沈开艳:《股指期货市场的价格发现与风险波动溢出效应实证研究——以中国沪深300股指期货市场为例》,载《上海金融》2012年第6期。

明确指出：“从价格发现的方面来看，沪深 300 股指数期货市场与指数现货市场间存在双向价格发现的关系，但现货市场对期货市场的引导作用较高。”^[16]另外，也有研究表明，股指期货的推出对于位于各行业的成分股价值和波动性的相关性不同，有的高相关性，有的是低相关性。^[17]

基于以上分析，笔者认为，如果是某个特定的商品期货或者是某个股票的个股期权，期货或期权价格与现货价格的相互影响较为明显，价格互动性更高。但本案中股指期货的标的是沪深 300 指数，股指期货合约的价格对于构成该指数的某个成分股的价格影响，则具有较大的不确定性。我国股指期货与现货的价格影响研究表明，现货对股指期货的影响更大一点。至于到具体的某个成分股，更是可能受到该个股其他因素的影响，未必与沪深 300 指数同步涨跌。

除此之外，笔者认为亦应考虑成交量因素。当日内幕交易时间段，光大证券交易的股指期货合约市场占比极小，与其交易的 ETF 市场占比区别较大。根据上文所述，50ETF、180ETF 的成交量占比较大，而当日内幕交易时间段内，光大证券交易的 IF1309 合约 6077 张，与该时间段市场总成交量 437,499 张相比所占比例为 1.39%，交易的 IF1312 合约 163 张，与该时间段市场总成交量 9065 张相比所占比例为 1.80%。笔者认为，从成交量而言，本案中光大证券针对股指期货的内幕交易行为对于整个股指期货市场的价格影响是较为微弱的，对于沪深 300 指数成分股的影响则更为微弱。

另一个需要考虑的因素是套利机制。股指期货是跨市场交易，无法像 ETF 一样，可以日内在同一个市场通过“一揽子”成分股互换的方式进行 ETF 的申购赎回。在 ETF 套利过程中，股票的所有权是发生实际变化的，这是 ETF 与期指最本质的区别。期指虽然也以现货指数为标的，但交易过程中，现货股票没有发生所有权变动。股指期货也可以进行期现套利，尤其是股指期货与现货指数偏离较大的情况下。

[16] 杨玉红、唐衍伟：《沪深 300 股指期货与现货市场的价格关系研究》，载《青岛大学学报》（自然科学版）2013 年第 4 期。

[17] 陆方寅：《沪深 300 股指期货对不同行业现货市场影响的实证研究——基于沪深 300 指数样本行业》，浙江财经大学硕士学位论文，2014 年。

简单举例来说,假设9月1日沪深300指数为3500点,而10月到期的股指期货合约价格为3600点(被高估),那么套利者可以借款108万元(借款年利率为6%),在买入沪深300指数对应的一篮子股票(假设这些股票在套利期间不分红)的同时,以3600点的价格开仓卖出1张该股指期货合约(合约乘数为300元/点)。当该股指期货合约到期时,假设沪深300指数为3580点,则该套利者在股票市场可获利 $108万 \times (3580/3500) - 108万 = 2.47$ 万元。由于股指期货合约到期时是按交割结算价(交割结算价按现货指数依一定的规则得出)来结算的,其价格也近似于3580点,则卖空1张股指期货合约将盈利 $(3600 - 3580) \times 300 = 6000$ 元。2个月期的借款利息为 $2 \times 108万元 \times 6\% / 12 = 1.08$ 万元,这样该套利者通过期现套利交易可以获利 $2.47万元 + 0.6万元 - 1.08万元 = 1.99$ 万元。

如果不考虑交易成本,一旦期货指数价格偏离现货指数价格,就可以通过套利交易锁定利润。但实际操作中,由于存在买卖手续费、冲击成本、^[18]资金利息等成本,实际操作要考虑套利区间。经观察光大案中内幕交易时间段每一时点,股指期货与现货沪深300指数的基差小于20点,这种情况下专业人士认为基本难以涵盖期现套利的交易成本,很难进行套利操作。

基于上述原因,笔者认为本案中股指期货价格的变动对于沪深300指数成分股的价格影响是较为微弱的。这种微弱的影响,更类似于心理作用的影响,很难在法律上界定为可用于赔偿的因果关系。当然,这是针对个案的分析,也依赖于当事人的举证。在光大证券案件中,原告未能提供任何证据包括学术论文、数据模型、专家意见等,证明相关股指期货合约与沪深300成分股之间在价格上的直接关联性。这也是法庭无法支持此类原告此类诉请的原因之一。对此,笔者进一步认为,考虑到目前跨市场交易的情况非常普遍,尤其是2015年的股灾当中,也出现了不少跨市场操纵行为。如果完全否认期货现货的联动

[18] 冲击成本,是指在套利交易中需要迅速而且大规模地买进或者卖出证券,未能按照预定价位成交,从而多支付的成本。冲击成本同样包括建仓时期和平仓时期的冲击成本。

影响,切断因果关系,则投资者因跨市场证券侵权行为产生的损失难以得到赔偿,不利于市场的公平、公正,不利于惩罚侵权行为人。因此,如果在将来的证券侵权案件中,成交量或者其他因素表明,某类品种及其成分股跨市场的价格关联较为明显,也可以认定存在因果关系并予以赔偿。

(三) 高频交易中的因果关系认定

证券市场进行计算机时代以后,发展出了程序化交易,即利用计算机程序代替人工决策并下单。此后,随着竞争的激烈以及网络技术的发展,一部分程序化交易采用了更高频率的交易模式,帮助投资者捕捉市场上短暂投机或博弈机会,通过频繁交易实现价差利润。通常而言,高频交易具有以下特征:(1)使用超高速的交易指令提交/取消/修改系统;(2)使用计算机程序或算法来自动化决策下单;(3)通过主机托管、直接市场进入等方式,最大限度减少网络和其他类型的延迟;(4)在极短的时间内建仓并平仓;(5)每日高成交额以及(或)当日高比例盘中交易;(6)在大量下单后立即或在提交后毫秒内取消订单;(7)在交易日结束前尽可能平仓(不保留仓位过夜)。^[19] 光大证券内幕交易,本来源于于程序化高频套利交易错误,而起诉索赔的原告投资者,其实也从事这种高频交易。比如在一起案件中,原告夏某诉请金额为552,120元。该投资者在内幕交易时间段内共买入258次,卖出242次,买入与卖出总量均达到700余手。从具体交易记录而言,一是多次交易均在同一秒内买入或者卖出;二是买入或者卖出不同方向的交易则在两三秒之内发生。从该投资者的交易记录可以看出,他应当属于典型的高频交易投资者。

由于使用了程序化交易,高频交易在本案中引起了因果关系方面的争议。光大证券公司提出,原告在当日内幕交易时间段高频率买入和卖出相关的股指期货合约,其中一秒钟交易达数笔,显然非人力可为。因此原告系利用计算机程序进行交易。有观点认为,高频交易行为系预先设定、自动触发,预先设定的行为表明原告自主选择并做出投资决策,并不受内幕交易行为的影响。原告所遭受的损失与内幕交易

[19] 吴伟央:《高频交易及其监管政策探析》,载《证券法苑》2013年总第9卷。

之间没有因果关系。

笔者认为,在内幕交易案件认定因果关系方面,不应区别对待高频交易案件,而是应与其他案件一视同仁。具体理由如下:(1)高频交易有利有弊。高频交易是利弊兼具的,如机构投资者可以用它降低交易成本,做市商可以用它提供市场流动性并实现风险管理,投资者可以用它进行量化投资决策分析,也有少数高频交易策略会被用来扰乱市场秩序,甚至是引起市场系统性风险。基于上述原因,高频交易一直有其支持者和反对者。支持者认为高频交易给市场增加了流动性、减少波动以及有助于跨市场价格趋同。反对者认为高频交易用大批量订单加速价格发现,增加了市场内的波动,对市场的交易系统和通讯系统形成较大压力,对交易理念和投资者结构会产生影响,在一定程度上会影响市场的公平性,甚至会出现违法违规现象。无论争论如何,目前的共识是,计算机技术应用于市场交易是全球证券市场的主流趋势,科技的进步是不可阻挡的。在我国监管部门正在研究相应的监管措施的情况下,如果司法过分超前,限制高频交易者证券侵权的索赔权,有所不当。(2)各国高频交易监管立法偏重于准入、技术、费用而不是限制证券侵权索赔权。比如,2013年2月28日德国国会通过了《高频交易法案》,^[20] 主要内容包括:高频交易商必须取得执照;赋予德国金融监管局及相关的交易所等监管部门更大的监管权力,如有权利获取交易商(包括适用高频交易的一般投资公司)具体的算法信息;对市场滥用进行定义等。法国虽然没有专门针对高频交易展开监管,但于2012年8月1日开征金融交易税。该税涉及高频交易,将对超过80%的取消订单征收0.01%的税,并将半秒的时间间隔定义为高频交易,相当于通过多收税的方式限制了高频交易。^[21] 美国也出台了一系列监管原则,其中之一是建立一个统一的市场熔断机制,主要内容是如某个股票在5分钟内经历了10%的波动,则该股在美国各交易所都将统一实施暂停交易5分钟。另外,对于高频交易与操纵市场问题,有的法律也试图

[20] 载 <http://regulation.fidessa.com/ata glance/german-high-frequency-trading-act/>。

[21] 佚名:《法国率先征收金融交易税 金融机构怨声载道》,载腾讯网, <http://finance.qq.com/a/20120802/001761.htm>。

明确两者的界限。比如,德国高频交易法案作出了相关规定。上述监管措施表明,各国监管政策主要从准入、技术、费用等方面着手,使得高频交易处于可控、可监测等状态,而不是着眼于证券侵权索赔权的限制。我国监管部门也采取了这种做法。比如,自2015年8月3日起,中国金融期货交易修改规则,提出“单个合约每日报撤单行为超过400次、每日自成交行为超过5次”为“异常交易行为”,这已基本限制了高频交易的次数。中国证监会于2015年10月9日发布了《证券期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》,提出证券公司、期货公司要建立程序化交易接入核查制度,与客户签署接入协议,对程序化交易系统接入进行持续管理;针对程序化交易还将制定专门的收费管理办法,根据程序化交易的申报、撤单等情况,对程序化交易收取额外费用。各交易所也加强了对程序化交易的重点监控,防范异常交易行为。

综上,笔者认为,由于几乎不可能通过证据证明因果关系,各国立法采用的是推定因果关系的做法,以体现对内幕交易的惩罚。既然采用了推定的做法,就无须再专门考虑投资者的主观状态,无论投资者基于自主决策,还是软件决策,均应同等对待。这也是各国内幕交易民事赔偿责任的立法中并无单独针对高频交易作出规定的原因。

(四)非内幕交易时间段内的因果关系

在光大证券内幕交易案件中,有许多原告起诉要求光大证券公司赔偿其当日上午的投资损失,这就涉及原告在非内幕交易时间段内的投资行为能否获得赔偿这一争议问题。对此,笔者认为,本案引发诉讼的原因是光大证券公司的内幕交易行为。法律之所以制裁内幕交易行为,确立赔偿机制,是因为内幕交易给相关市场造成了重大的负面影响。市场受信息支撑并由信息左右,信息对交易品种价格的变化具有决定性的影响。内幕交易行为人因提前拥有可靠信息,可以使自己摆脱交易的风险,而一般投资者则要面对巨大风险,相当于内幕交易行为人将其获益转嫁为投资者的损失,这将使得相关市场失去公平、公正性和失去效率,并使得投资者失去对市场的信心和投资的愿望,从根本上腐蚀市场的正常机制,影响市场的健康发展。

如果投资者的交易发生于内幕交易行为时间段之外,这种情况能否索赔,应考虑到投资者所面对的市场风险问题。众所周知,股票与股

指期货等交易品种具有流动性、风险性、波动性的特征。在瞬息万变的市場当中,投资于这些交易品种的风险是客观存在的。作为投资者,不仅要面临自身主观行为因素所造成的风险,还要面临外部客观因素所带来的风险,包括各类所投资公司的个体风险、整个市场风险。在市场风险中,除了由于汇率、利率等金融政策、国内和国际的突发事件、经济和政治制度的变动等所引发的风险,计算机的技术故障风险或者其他投资者操作错误亦是每个投资者所必要面对的广义上的市场风险,因为当今世界证券及期货市场的交易架构基本依赖于计算机网络系统,包括硬件与软件。至于其他投资者的错误操作,无论是源自于计算机软硬件故障还是投资者自身操作指令不当,除非是属于法律明确禁止之行为如虚假陈述、内幕交易、操纵市场等,否则难以从民事侵权法律上追究其责任。首先,对于一名投资者而言,根本无法事先判断其他投资者的投资行为是有意、无意或者是存在错误,其所能观察到的,仅仅是市场价格变化。就此意义而言,在交易之时,该投资者并不存在重大误解,也无从要求撤销这种交易行为。其次,在一个价格瞬息万变、波动巨大的市場上,每位投资者做出投资决策时应依赖于自己的判断,而不应对其他投资者的投资行为产生任何信赖。其他投资者的行为,导致某一时刻的大盘或者个股的价格剧烈变化,不代表着跟风必定获利,因此无法从法律上认定损失因果关系的存在。否则,导致市場波动的每一项突发事件、政策决定、他人投资行为或者其他因素,都会引发诉讼,“市場”一词将失去其本意。综上,笔者认为,在非内幕交易时间段进行交易,与内幕交易行为缺乏法律上的因果关系,投资者应自担投资风险。

五、内幕交易民事赔偿中投资者损失的界定

如何计算内幕交易的损失,我国证券立法并未明确。目前各国主要采用的做法是补偿投资者损失的原则,同时也考虑到推定因果关系的运用可能会给内幕交易行为人带来较大的赔偿不确定性,会对总的损失赔偿额进行限制。比如,美国《证券交易法》第28条(a)规定,任

何人根据本章的规定,通过一起或数起诉讼对同一行为所获得的损害赔偿总额,不得超过其实际遭受的损失。该法第 20 节 A 规定原告寻求的损失赔偿总额不得超过被告“违法交易行为所得的受益或避免的损失”。

在实际损失的计算方法,一般而言,有种种计算方法,比如净差额法(指原告实际交易的价格与内幕交易行为未发生情况下原告应该得到的公平价格或者真实价格之间的差额)、净差额修正法(指原则上采用净差额法,但为了避免确定公平价格的困难,改用非公开信息公开后该股票的市价来代替),^[22]此外还有部分案例中运用的补救法^[23]恢复原状法^[24]吐出非法利润法等。应当说,上述损失计算方法各有其合理之处,也有各自不足。我国证券法的修改草案中对于赔偿方法规定“内幕交易行为人应当对内幕交易期间从事相反证券交易的投资者,就其证券买入或者卖出价格与内幕信息公开后十个交易日平均价格之间的差价损失,在内幕交易违法所得三倍限额内承担赔偿责任”,采用的是净差额修正法。这一规定对基准价格、赔偿限额作了明确规定。

在光大案件中,涉及案件量大、各种情形不一,而且系判决赔偿的首例案件。对于计算方法的确定,合议庭采用了简便易行、符合案情的计算方法。总的原则是以净损差额修正法为基础,根据不同情况认定不同的基准价格,以探求股票或者股指期货的“公平价格”。

(一) 基准价格之确定

对于基准价格,笔者认为取决于内幕信息的内容、证券市场的大小、投资者专业程度、证券信息流动速度、证券流通速度等多种因素,需要个案进行认定。比如在光大案件中,由于该事件较为重大,而且新闻报道较多,因此投资者基本能够知晓,市场恢复真实价格较快。考虑上述原因,光大案件中对不同品种的基准价格作了区别对待。对于股指期货品种,由于投资者所面对的风险更高、专业性更强,而且日内交易

[22] 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 349 页。

[23] *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156-172(2d Cir. 1980).

[24] *Baumel v. Rosen*, 936 U. S. 1037(1970).

次数较为频繁,应能更为密切关注市场,故以3个交易日(含当日,因股指期货结算价与股票收盘价确定机制存在较大差别)均价作为基准价格。对于ETF以及ETF成分股,则采用10个交易日均价作为基准价格。上述做法尽管与最高人民法院《关于审理内幕交易侵权民事赔偿案件的若干规定(征求意见稿)》提到的30个交易日的平均价格为基准价格并不一致,但反映了该案的特点。

(二)多笔交易的计算方法

投资者在内幕交易期间存在多笔交易的情况下,会产生不同的计算方法,比如先进先出法、后进先出法、移动平均法。对于股票,该案中采用了先进先出法,与最高人民法院《关于审理内幕交易侵权民事赔偿案件的若干规定(征求意见稿)》的规定是一致的,也沿用了上海地区对于证券侵权案件计算损失的司法实践做法。

当内幕交易时间段存在多笔交易股指期货交易时,情况较为复杂。因为每一交易指令除了买进或卖出外,还涉及开仓或平仓。这时候,开仓或平仓是否影响交易方向?另外,股指期货的交易频繁,有的投资者在内幕交易时间段内交易数十手,既有买入,又有卖出,如何认定交易方向并计算损失?这些问题在我国司法史上没有先例可供借鉴,成为法官面对的疑难问题之一。

笔者认为,这些问题应考虑以下两个因素:

1. 开仓或平仓,相对的是原来的头寸,涉及是发生平仓盈亏还是持仓盯市盈亏。具体来看,“买、开”意味着“做多者的开仓,即看多”,“卖、平”意味着“原来做多者的卖出平仓,即看空”;“卖、开”意味着“做空者的开仓,即看空”,“买、平”意味着“原来做空者的平仓,即看多”。归纳起来,看多者的交易为“买、开”或者“买、平”,其交易方向都为“买”,看空者的交易为“卖、开”或者“卖、平”。因此,开仓或者平仓不影响交易的方向。

2. 股指期货日内可以多次交易,与股票T+1并不相同。在光大案件中,大多数的股指期货投资者,日内交易非常频繁,平均下来约有几十笔,如果采用先进先出方法计算非常烦琐。由于交易记录显示的买、卖及开仓、平仓无法一一对应(有的投资者还存在前一交易日的历史仓位),有的原告在主张损失时,采用了由其自行决定的开仓、平仓一

一对应的计算方式(比如,以 14:00 的买平去对应 10:00 的卖开,略过中间的数十笔交易),而且对于其获利的交易则忽略不计。如果允许这样计算,会引起损失结果的失真。

最后,法庭采用了简便的计算方法:(1)原告内幕交易时间段内的所有反向交易(无论开仓或者平仓)价格减去基准价格形成的差额,乘以交易的具体数量,以此作为损失额。(2)如果原告在内幕交易时间段内还存在同向交易的,则应将反向交易与同向交易在同等交易量(手)基础上先行结算冲抵计算交易盈亏额,剩余的反向交易按第 1 项原则计算交易盈亏额,然后两项交易盈亏额相加,以此作为损失额。比如一起案件中,原告账户中内幕交易时间段内共有 76 手股指期货交易,其中 42 手买入,34 手卖出,应先冲抵结算后再根据实际情况与基准价格比较计算。IF1309 的基准价格为 2313.6 元,该投资者具体计算方式为 42 手买入价格(点数)总和 - 34 手卖出价格(点数)总和 - 2313.6 × 8 手 = 483 点,483 × 300 元 = 144900 元。

(三)关于税费损失

除了交易价格差额外,投资者的损失还包括佣金等税费损失。这些损失是否应当赔偿,存在不同观点。一种观点认为,这些税、费以及红利,均是根据交易金额及数量发生的,当内幕交易导致交易受损,相应的,其伴随发生的税、费以及红利也应当根据差额损失计算赔偿额。另一种观点认为,内幕交易与虚假陈述不同,内幕交易并不必然导致投资者进行交易,因果关系是基于维护市场交易的信息公平而拟制的,对这些投资者主张的税费损失,应不予支持。笔者赞同第二种观点,对上述交易的税费损失等各项成本费用,基于内幕交易与虚假陈述行为有所不同。虚假陈述行为会直接影响投资者是否进行投资的判断,故应赔偿投资者的交易成本费用,而内幕交易则具有秘密性,投资者无法对他人的内幕交易行为产生信赖,因此内幕交易行为对交易品种的价格存在影响,但并不完全和必然影响投资者做出是否交易的决定,对投资者交易的税费损失不予支持。