

内幕交易损害赔偿的获利 交出救济*

蒋露**

摘要:投资者损失与内幕交易之间因果关系的证明难题导致损害赔偿难以推进。原因在于,在欺诈的路径下,内幕交易法被引向寻找行为不法性的理论基础,却未能建立与投资者的关系。事实上,应从行为的后果来考察内幕交易法的实施,损害赔偿应建构在内幕交易者获得的利益之上,这与其对市场造成的损害大致相称,也能更好地阻却行为。但目前,与其让投资者请求获利交出,不如通过监管执法没收违法所得,将资金归入投资者保护基金来实现补偿投资者的目标。

关键词:内幕交易 损害赔偿 因果关系 获利交出

内幕交易与投资者损失之间因果关系的勾连难以建立,导致国内外在内幕交易损害赔偿问题上一直踌躇不前,不得其门而入。一些学者虽然承认

* 本文系2023年度上证联合研究计划专项课题“内幕交易、操纵市场民事赔偿责任制度研究”的阶段性成果。

** 北京大学法学院经济法博士研究生。

民事责任在震慑资本市场与保护投资者方面的作用,但否认因果关系的存在。^{〔1〕} 由于无法找到一个真正的内幕交易受害者,^{〔2〕} 民事责任只能是一个否定的命题。另有学者虽未旗帜鲜明地摒弃民事责任,但也采谨慎观望的态度。^{〔3〕} 而基于内幕交易民事责任难以一蹴而就的现实,有学者另辟蹊径,指出强化公共执法是更有效率的路径,投资者损失可以由公共执法中的投资者基金等制度来填补。^{〔4〕} 我国司法实践在该问题上亦处于探索阶段。早期的陈某灵诉潘某深^{〔5〕} 投资者诉黄某裕等^{〔6〕} 内幕交易民事赔偿纠纷案件均以法院否定因果关系而结案,且法院在说理上草草。直至光大证券股份有限公司(以下简称光大证券)乌龙指事件引发的相关纠纷中才出现胜诉案件,在内幕交易时段内进行了与光大证券内幕交易相同品种证券反向交易的投资者损失被认定与光大证券内幕交易行为存在法律上的因果关系。^{〔7〕}

实际上,因果关系与前置问题[谁是内幕交易的受害者(谁可诉)]以及后端问题[内幕交易的损害赔偿如何确定(赔多少)]是一体性问题。本文认为,内幕交易民事责任中因果关系的论证难题源自长久以来内幕交易法规制目标的不清晰甚至混乱。目前围绕内幕交易民事责

〔1〕 参见耿利航:《证券内幕交易民事责任功能质疑》,载《法学研究》2010年第6期。

〔2〕 参见吕成龙:《论内幕交易民事责任之否定》,载《财经法学》2023年第5期。

〔3〕 参见赵旭东:《内幕交易民事责任的司法政策与导向》,载《法律适用》2013年第6期;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。

〔4〕 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:“注册制改革背景下的中国证券市场法治建设”专辑》(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。

〔5〕 参见北京市第一中级人民法院:《陈某灵诉潘某深证券内幕交易赔偿纠纷一审民事判决书》,案号:(2009)一中民初字第8217号,2009年10月22日。

〔6〕 参见北京市第二中级人民法院:《李某与黄某裕、杜某证券内幕交易责任一审民事判决书》,案号:(2011)二中民初字第20524号,2012年12月20日;北京市高级人民法院:《吴某峰诉杜某等证券内幕交易责任纠纷再审民事裁定书》,案号:(2014)高民申字第02751号,2014年11月13日。

〔7〕 参见上海市高级人民法院:《光大证券与李某晖证券内幕交易责任纠纷二审民事判决书》,案号:(2016)沪高民五(商)终字第58号,2016年6月12日。

任成立与否的肯定说与否定说所争论的“知情权”〔8〕和“公平交易权”〔9〕都未能为“谁”遭受了内幕交易侵害这一前置问题找到一个恰当的落点,而是想当然地在保护“投资者”的政策性目标下反向寻找内幕交易行为与“投资者(损失)”之间的法律关系。在内幕交易民事责任的命题建构下,这实为倒果为因。有鉴于此,本文将基于内幕交易损害赔偿中因果关系的说理障碍,回归内幕交易的规制基础,回答谁遭受了内幕交易的侵害以及遭受了何种侵害这一前置命题,进而重新明确内幕交易损害赔偿的实施路径。

一、损害赔偿诉讼中的因果关系障碍

我国内幕交易法以及证券民事责任制度很大程度上是借鉴美国法的结果。为此,有必要在美国法的基础上,回顾规则形成的背景及其遭遇的论证障碍。美国对于内幕交易不法性的演绎借用了普通法中的欺诈(fraud)制度,但在以不披露为特征的内幕交易案件中,因果关系证明同样是困扰其司法裁判的一大难题。

(一) 欺诈与信赖推定

在美国法下,内幕交易被视为欺诈。美国投资者提起损害赔偿诉讼的主要依据为1934年《证券交易法》(以下简称1934年法案)Section 10(b),以及证券交易委员会(SEC)据此条颁布的Rule 10b-5(以下统称反欺诈条款)。原告若要胜诉,须证明普通法中欺诈的构成要件,具体包括:(1)被告对重大(material)事实存在不实陈述(misrepresentation);(2)被告是故意(scienter)为之的;(3)原告因为信赖(rely on)被告的陈述而进行证券交易;(4)原告的损失源于不实

〔8〕 例如,杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第26页。

〔9〕 例如,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。

陈述。^[10]

不同于传统的面对面交易,在非个人市场(impersonal market)中,投资者的交易是在证券交易所集合竞价规则下撮合而成的,匿名的交易状态使得欺诈的受害者难以确定,投资者损失与证券欺诈行为之间的因果关系难以证明。如果按照一般欺诈规则的要求,投资者需要证明其确实因信赖相对方的不实陈述才进行了相关交易,这将会把可能的受害投资者全部拒之诉讼门外。为此,美国最高法院通过 *Basic Inc. v. Levinson* 案采纳了欺诈市场理论(fraud-on-the-market theory),并对因果关系的证明采取了推定的方式。^[11] 欺诈市场理论建构在有效市场假说(efficient market hypothesis)之上。根据该假说,所有公开的信息均反映在市场价格之中,包括任何欺诈性不实陈述或重大遗漏。欺诈市场理论认为,在有效市场中交易的投资者信赖证券价格的诚信(integrity)——没有被人为地扭曲这一事实——而进行交易。因此,即便投资者的交易行为不直接依赖于不实陈述,也可以基于对市场诚信的信赖这一前提而推定投资者交易与欺诈行为之间存在因果关系。^[12] 此即因果关系的信赖推定原则。信赖推定与欺诈市场理论被我国部分学者所认同,^[13]并被我国关于虚假陈述民事赔偿案件的司法解释所吸纳,成为证券欺诈,特别是虚假陈述中因果关系证明的基础理论与法律原则。

不过,信赖推定这一证明方式的适用依赖于行为人实施了一个积极的欺诈行为,否则“因信赖行为人之不实陈述而为交易”就无从谈起,因此通常运用于半真半假、不实陈述等积极型欺诈案件中,在消极

[10] See *Dura Pharms, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005), pp. 341–342; Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen Publishers, 2004, pp. 577–590, 1018–1031, 1274–1276.

[11] See 485 U.S. 224 (1988).

[12] *Id.*, pp. 241–242 (quoting Peil, 806 F.2d, pp. 1160–1161).

[13] 参见冯果:《内幕交易与私权救济》,载《法学研究》2000年第2期;盛焕炜、朱川:《证券虚假陈述民事赔偿因果关系论》,载《法学》2003年第6期;马其家:《美国证券法上虚假陈述民事赔偿因果关系的认定及启示》,载《法律适用》2006年第3期;陈洁:《证券虚假陈述侵权损害赔偿中因果关系的认定机制》,载《中国社会科学院大学学报》2023年第10期;等等。

的不披露,也即内幕交易的情形中却存在一定问题。

(二) 不披露、内幕交易与投资者损失

不同于行为人作出不实陈述以诱导其他投资者交易的案件,内幕交易的本质是行为人不披露相关信息而自己交易。也就是说,内幕交易具有隐蔽性,其他投资者不可能知晓市场中内幕交易的存在,也就不会基于行为人的积极陈述而决定交易。那么在欺诈的框架下,内幕交易案件面临的问题是如何证明投资者对不披露的信赖。

首先,欺诈市场理论无法很好地适用于内幕交易案件。欺诈市场理论的经济假设是市场价格是有效率的,虚假陈述造成了证券价格偏离其正确价值,扭曲了价格机制。然而内幕交易往往无法被市场感知,对证券市场价格的信号效应微乎其微。^[14] 支持合法化内幕交易的代表性学者曼恩(Manne)教授甚至指出,内幕交易会使得股票价格朝着正确的方向变动,减少而不是增加交易在不知情投资者之间的随机伤害。^[15] 即使承认内幕交易对证券价格存在扭曲,欺诈市场理论也不能回应不披露与投资者交易决策之间的因果关系,因为它的提出,本质上是为了降低原告的举证难度,而非直接证明因果关系。

其次,不同于虚假陈述案件中的被告(一般为证券发行人)对市场负有积极披露义务,内幕交易者对投资者并不当然地负有信息披露的义务。矛盾在于,只有假定内幕交易者有披露内幕信息而非交易的义务,才能建构一个理论,即内幕交易是造成在公开市场中交易的投资者遭受损害的原因之一。为此,美国法院在追究内幕交易责任时一大重点即确定信息披露义务及其理论基础。美国第二巡回法院通过 SEC 发起的两次执法案件——*In re Cady, Roberts & Co.* 案^[16] 与 *SEC v. Texas Gulf Sulfur Co.* 案^[17]——确立了“披露或戒绝交易规则”(abstain or disclose rule)。任何持有内幕信息的人都必须向公众披露

[14] See William J. Carney, *Signalling and Causation in Insider Trading*, *Catholic University Law Review*, Vol. 36, 1987.

[15] See H. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York, The Free Press, 1966, pp. 107-108.

[16] See 40 S. E. C. 907 (1961).

[17] See 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) (en banc), cert. denied, 394 U.S. 976 (1968).

信息,如果他为了保护公司秘密而不得披露或是选择不披露,那么他应当禁止交易或向他人推荐该证券。^[18] 在 *Cady, Roberts* 案后不久,第二巡回法院在 *List v. Fashion Park* 案^[19] 中探讨了内幕交易中的因果关系问题。法院认为,在不披露信息的案件中,信赖要件的测试标准是,如果被告向原告披露了未披露的事实,原告会受到影响并采取不同的行动。^[20] 第二巡回法院进而在 *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith* 案^[21] 中采纳了 *List* 案对因果关系的证明逻辑,并援引披露或戒绝交易规则,指出持有重大未公开信息者的披露义务。法院指出,若非内幕交易者没有向相对方披露内幕信息,投资者就不会以不受内幕信息影响的价格交易,被告违反了对整个市场的责任,从而认可交易因果关系的成立。^[22] 但是“若非,则无 (but for)”^[23] 解决的是必要条件 (sine qua non) 而非充分条件。也就是说,实际上并不能得出内幕交易行为是投资者决定进入市场的原因这一结论。

美国最高法院后续在具有相同事实基础的 *Fridrich v. Bradford* 案^[24] 中指出了 *Shapiro* 案的推理缺陷,并驳回了第二巡回法院的因果关系论证。美国最高法院认为,被告的交易行为没有影响原告的卖出决定,从披露或戒绝交易规则中引申的披露义务并不是绝对义务。^[25] 如果持有内幕信息的人不交易也不披露,市场中的所有卖方依然会遭受意外损害,对应的买方则意外获利。^[26] 而此时并不存在内幕交易行

[18] See *Cady, Roberts*, 40 S. E. C. 907 (1961), p. 848; Victor Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, Harvard Law Review, Vol. 93, 1979.

[19] See 340 F.2d 457 (2d Cir.), cert. denied, 382 U.S. 811, reh'g denied, 382 U.S. 933 (1965).

[20] *Id.*, pp. 462 - 463.

[21] See 495 F.2d 228, 236 - 237 (2d Cir. 1974).

[22] *Id.*

[23] “若非,则无”或者必要条件是普通法中用以判断事实因果关系是否成立的规则,也即若非被告的过错,原告的损害就不会发生,通常被用于认定一般欺诈中信赖要件是否成立。

[24] See 542 F.2d 307 (6th Cir. 1976), cert. denied, 429 U.S. 1053 (1977).

[25] *Id.*, p. 318.

[26] *Id.*

为。这又带领损害赔偿问题回到起初的质疑——在非面对面市场中的内幕交易行为通常不像虚假陈述一般被投资者所知,投资者的交易决策和内幕交易无法建立因果关系。^[27] 投资者的交易损失更多是因为其他市场风险,而非内幕交易。^[28]

那么,这是否就意味着内幕交易不会侵害投资者的利益,或者内幕交易并未侵害“任何人”的利益,进而否定内幕交易民事责任的成立?论及此恐怕还不能有答案。美国在追究内幕交易责任时借用了普通法欺诈制度的框架,其逻辑起点是内幕交易的行为不法性为何?而赔偿投资者的问题,则被不适当地放在前者建构的理论基础上。然而,对行为不法性的关注从根本上回避了投资者权益是否受损以及何种权益受损,这一问题又关系损害赔偿的构造。该问题本质上是对禁止内幕交易的立法政策与理论基础的选择。

二、从行为之后果考察内幕交易法的实施

内幕交易民事责任中因果关系的论证困境其实是因为在内幕交易法的讨论中始终没有解决一个核心的前置命题:内幕交易法所保护的法益究竟为何。本文认为,目前主流的知情权说与公平交易权说都未能释清内幕交易法的规制目标,故而本部分将重新探讨谁是内幕交易的受害者。下文分析表明,美国在欺诈的思路下对为何禁止内幕交易,或者说内幕交易法的目标的阐释采取了不当方法,进而给损害赔偿中因果关系的证明造成不必要的障碍,也对借鉴相关规则的我国形成困扰。

(一) 应关注内幕交易对市场的整体损害

美国法院关于禁止内幕交易的理论基础经历了多次重大转变。^[29]

[27] See James D. Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the Chicago School*, *Duke Law Journal*, Vol. 1986, 1986.

[28] 同前注[1],耿利航文。

[29] 关于美国内幕交易代表性案件及其建构的相应理论,国内学者已多有介绍,兹不赘述,可参见赖英照:《美国内线交易法制的方法与价值》,载《台北大学法学论丛》2016年第99期。

在认定行为人是否违反了内幕交易禁令这一问题上,各级法院的方法大致可以总结为两种进路:一种是在欺诈的路径下寻找行为的不法性所在,可称为“行为方法”;另一种是追究交易是否对证券市场造成了不利影响,可称为“后果方法”。第二巡回法院在前期的 Cady, Roberts 案、Texas 案以及 Chiarella 案中采取的就是基于后果的裁判思路。而最高法院则坚持在欺诈框架下的行为方法,并引入信义义务、盗用理论回应完全不披露行为的不法性。在 Chiarella 案中,最高法院就明确拒绝第二巡回法院的后果方法并将行为方法加之于内幕交易法。^[30]

但是,美国最高法院对行为而非后果的关注给内幕交易民事责任的成立造成无法逾越的障碍。行为方法寻找的是行为人是否违反了某种披露义务。这一义务和投资者损失之间是无法建立联系的,信义义务认为受损害的是公司,盗用理论认为受损害的是信息来源,均非直接交易相对方,因此其他投资者的损害赔偿请求无法被支持。而只有在后果方法下,才可能基于内幕交易者对整个证券市场造成了损害,进而得出投资者损失与行为人内幕交易有关的结论。

而美国之所以在为什么禁止内幕交易这一根本问题上选择追寻行为不法性的方向,是因为对最初的 Cady, Roberts 案存在误读。Cady, Roberts 案是 SEC 依据反欺诈条款提出的第一次内幕交易执法行动。在判断行为人是否违反反欺诈条款时,SEC 认为应考察两个要素:(1)存在某种“特殊关系”,使其有机会获得重大非公开信息;(2)其在未事先披露的情况下基于该信息的交易造成“固有的不公平(inherent unfairness)”。^[31] 尽管 SEC 承认被告没有明显的欺诈行为,但认为被告的沉默是一种 Rule 10b-5(c)^[32] 规定的对交易相对方“进行欺诈或欺骗的行为”。^[33] 对此,一种观点是,SEC 暗示特殊关系及由此产生的

[30] See Lawrence E. Mitchell, *The Jurisprudence of the Misappropriation Theory and the New Insider Trading Legislation: From Fairness to Efficiency and Back*, Albany Law Review, Vol. 52, 1988.

[31] See Cady, Roberts, 40 S. E. C. , p. 912.

[32] Rule 10b-5 规定,任何人在买卖任何证券的过程中参与对任何人将构成欺诈或欺骗的任何行为、做法或商业活动,属违法。See 17 CFR § 240.10b-5.

[33] See Cady, Roberts, 40 S. E. C. , p. 913.

义务使沉默变得可诉。Chiarella 案采用的就是这种解读,也即特殊关系为行为人确立了披露义务。^[34] 另一种观点是,特殊关系只是为了证明被告能够获取内幕信息。^[35] 凭借特殊渠道,交易者可以享受其他人无法享受的交易优势,但在一个信息获取应当相对平等的证券市场之中,这是不公平的。^[36]

美国最高法院在 Chiarella 案中引入信义义务来解决沉默的义务基础问题,采取的是行为方法。然而除了引用的 Cady, Roberts 案中的特殊关系要素,没有任何其他依据可以将论证引向普通法中的欺诈。这不是解释反欺诈条款的必然路径,而是由最高法院在解释内幕交易法目标时的方法决定的。回归 Cady, Roberts 案,SEC 明显关注的是交易对整个市场包括投资者造成不公平的影响这一后果。也就是说,监管部门采取的是后果方法。特殊关系并不指向 Chiarella 案所解读的信义义务和普通法欺诈概念,仅仅是为了确定获取信息的事实。

对关系的偏重是对 Cady, Roberts 案以及特殊关系实际含义的误读。^[37] 对于内幕交易法的规制目标,或者说,对于为什么禁止内幕交易所采取的考察视角,应当着重于对整个市场造成的损害后果,而不是执着于欺诈行为的不法性;否则,将会使损害赔偿中因果关系的论证落入困境。

(二) 投资者平等信息获取权的析出

美国最高法院对于关系要素的过分关注不仅使其陷入寻找欺诈的某种义务基础的陷阱之中,还使其对行为造成的不公平后果的忽视,导致投资者受损害的权益未被真正释清。与 Cady, Roberts 案思路基本一致的 Texas 案判决直接指出,被告与发行人或者说信息来源之间的某种特殊关系,只在确定他们是否能够经常获得重大非公开信息时才

[34] See Chiarella, 445 U. S. , pp. 228 - 30.

[35] Id. (Blackmun, J. , dissenting), p. 249; see also F. Arnold Daum & Howard W. Phillips, *Implications of Cady, Roberts*, Business Lawyer (ABA), Vol. 17, 1962.

[36] See Alison Grey Anderson, *Fraud, Fiduciaries, and Insider Trading*, Hofstra Law Review, Vol. 10, 1982.

[37] See Douglas M. Branson, *Discourse on the Supreme Court Approach to SEC Rule 10b - 5 and Insider Trading*, Emory Law Journal, Vol. 30, 1981.

有相关性;内幕交易违法行为的本质是它对市场造成了不良影响。^[38]

特殊关系造成某些主体相较于一般公众,在信息的获取上有更优势的渠道。而在他们获取了重大非公开信息后,关系要素也就不再重要,重点则应当转移为优势交易对市场的影响。拥有获取信息的特殊关系对其他投资者而言是不公平的,因为有这种关系的一方“合法地垄断了对相关信息的获取”^[39]。这种不公平不仅仅是因为拥有更多信息,而且是因为这种优势不能通过某种竞争而消弭。^[40]

内幕交易受到禁止是因为它对市场造成了不良影响,这里的市场当然包括其中参与交易的所有投资者。后果的有害性在投资者角度的直观解读是,内幕交易破坏了公众“对证券市场公正(justifiable)的期望,也即所有在非个人市场进行交易的投资者都能相对平等地获取重要信息(这一预期)”^[41]。信息不对称在市场之中是普遍存在的。正是基于赖以作出交易决策的信息存在不对称,才使得投资者对同一证券的价值有着不同判断,并促进交易的达成。如果信息绝对对称,那么所有人对证券价格就会有一致的预期。故而,信息之对称(parity)是不可能且没有必要的。投资者所预期的市场公平,是在信息获取途径上的平等地位。就禁止内幕交易的目的而言,内幕交易者基于某种特殊关系,获得信息优势,进而造成交易的不公平,对市场而言是有害的,因为其扭曲了投资者对信息平等获取机制的预期,进而破坏了基于信息平等地位的公平获利可能。

美国判例在为何禁止内幕交易这一议题上并非无法形成一个一贯的理论,而是最高法院在试图将欺诈概念引入内幕交易法之后,精力被转移去界定行为的不法性。这种基于行为不法性的方法最终陷入寻找欺诈的义务基础和信义义务的适用困局之中,市场中其他投资者的利

[38] See *Texas*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1968), pp. 848 & 858.

[39] Victor Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, Harvard Law Review, Vol. 93, 1979.

[40] *Id.*

[41] *Texas*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1968), citing *Insider Trading in Stocks*, 21 Bus. Law. 1009, 1010 (1966) (remarks of panelist William L. Cary), p. 848.

益为什么受到影响就变得不甚清晰。事实上,应当从内幕交易对整个市场所造成的不利后果考量内幕交易法的政策基础,内幕交易者基于特殊关系而获得信息优势的交易破坏了市场诚信,对其他投资者而言是不公平的,究其实质是侵害了投资者对信息的平等获取权。

三、内幕交易损害赔偿的路径:基于获利交出

内幕交易法的实施是从其对整个市场的危害而言的,其中,投资者平等信息获取权的保护是建构内幕交易损害赔偿的基础。这意味着,在受到内幕交易影响期间,市场中所有的反向交易者都可以向内幕交易者提起损害赔偿诉讼。而非在欺诈侵权的逻辑下,只有交易的相对方才受到内幕交易者的直接侵害并因此有权请求损害赔偿。进一步的问题是,内幕交易对市场造成的损害如何计算,或者说投资者对于平等信息获取权受侵害所能主张的损害赔偿范围如何确定。对此,本文认为应当引入获利交出责任,以对其他投资者如何在内幕交易案件中获得损害赔偿重新进行制度塑造。

(一) 损害赔偿的预防功能与获利交出

损害赔偿,是指因违反法定或约定义务导致他人受损害,应当予以赔偿以恢复原状的一种民事责任承担形式。^[42] 损害赔偿法通常的切入点是受害者的损失,围绕赔偿受害者因权益受侵害而发生的各种不利益(损失、损害)展开其制度逻辑,以填补损失为其主要任务。然而,这忽视了损害赔偿在预防损害行为发生方面的作用。

传统民法学说认为,对损害行为的预防功能不应当由民事责任来完成,而应当通过刑法等公法来实现。但新近观点逐渐开始强调损害赔偿法在损害预防方面的作用。^[43] 德国学者瓦格纳即批评,传统损害

[42] 参见王泽鉴:《损害赔偿》,北京大学出版社2017年版,第10页。

[43] 同前注[42],王泽鉴书,第13页。虽然王泽鉴认为预防作用只是损害赔偿法的附带性效果。

赔偿法的设计完全忽视了损害赔偿责任在事实上发挥的预防作用。^[44]若从加害者,或者说赔偿责任人角度来看,赔偿责任对该行为者而言就是其从事侵害行为的成本。以最简单的成本收益方法来考察行为人的心理,当其从违法行为中获取的利益小于可能的成本时,就会遏制行为人冒险从事某种侵害他人利益的行为,进而受害者的损失也就不会产生。然而传统的民法观点往往从受害者角度出发,寻找将受害者的损害转移给第三人的某种正当理由,但忘却了事前是否存在某种阻却违法行为的制度设计。直言之,基于受害者损失的损害赔偿法只能是一种事后的、对既定损害事实的救济法,若要尽可能地避免损害事实的发生,将当事人特别是可能的受害者的权益保持在“原状”,则要从加害者视角加以考察。

对于加害者来说,单纯地在法律上被施加赔偿责任并不能达到威慑其行为的效果,因为加害者可预期的法律成本最多只是起诉者可以证明的损失。然而实践中,从侵害他人权益中获得的利润往往远超过受害者的损失。以我国光大证券乌龙指事件为例,光大证券在公开大盘暴涨系乌龙指这一内幕信息之前,就对冲了大部分错单交易,获利(避损)约8721万元。^[45]而就投资者胜诉并获得赔偿的情况而言,其赔偿数额仅5万余元。^[46]虽然光大证券乌龙指事件并非典型意义上的内幕交易案件,但行为人获利之巨与投资者可得赔偿之微形成鲜明对比。此外,在很多情形下,受害者对其实际损失无法计算且举证不能,如侵犯知识产权、个人信息以及不正当竞争等领域。就本文讨论之主题——内幕交易而言,亦是如此。虽然加害者通过侵害他人受到法律保护的利益而获得利润,但受害者可能并无直接可计量的损失,因此类情形下,加害者本质上侵害的是法律原本赋予受害者基于该法益的获利可能。由此,如果只是围绕受害者建立损害赔偿制度,不仅可能

[44] 参见[德]格哈德·瓦格纳:《损害赔偿法的未来——商业化、惩罚性赔偿、集体性损害》,王程芳译,中国法制出版社2012年版,第18~30页。

[45] 参见中国证监会:《光大证券异常交易事件的调查处理情况》,载中国证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1002255/content.shtml>,2023年12月31日访问。

[46] 同前注[8],杨亮书。

使填补损失的目标落空,也无法发挥损害赔偿之震慑违法行为者、阻却违法行为的预防功能。

此时,获利交出(disgorgement)^[47]为上述情形中损害赔偿的确定提出了一种解决路径。获利交出或称基于获利的赔偿(gain-based damages)建立在加害者事实上获得的利益(利润),而不是受害者损害(损失)之上。侵害他人权益者可能获得利益,如果加害者需要赔偿的受害者损失远远小于其可能获得的利润,那么他仍有动力去实施侵害行为。但如果以加害者可能获得的利润界定损害赔偿的范围,那么法律成本将使其可得利润为零,可阻却其继续从事侵害行为。虽然某些情形下,获利交出会超出受害者可能的损失(如果投资者损失可以计算的话),使受害者获得过多利益。但加害者侵害了他人受保护的法益,享受该法益的人在受到侵害而遭受损害时,相较于破坏他人法益的人,更应当受到法律的特别保护。^[48]此时获利交出为的是震慑潜在的侵害行为。而且在整体上,该加害者所应赔偿的并没有超过他实际造成的损害成本,出于预防目的的超额补偿在规范意义上是可以容忍的。^[49]因此,在预防侵害行为发生的目标下或者说为实现损害赔偿制度的预防功能,应当赋予受害者要求加害者交出获利的损害赔偿请求权。如我国《民法典》第1182条即确认了侵害具有经济价值的人身权益时的获利交出救济,受害者可以选择是以侵权人的获利还是以自身损害为基础确立损害赔偿数额。

(二) 获利交出责任契合内幕交易法

内幕交易受到禁止是因为该行为对整个市场包括其中的所有投资者造成了侵害,受损的对象不仅仅是交易相对方。获利交出制度符合内幕交易法基于后果的实施逻辑。

首先,获利交出旨在实现损害赔偿制度的预防功能,能够震慑可能的违法行为人。对于证券市场中的违法行为,无论是设置民事责任,还

[47] 目前似乎无因管理、不当得利或者损害赔偿都可以作为获利交出的基础,学理上暂未形成一致的观点。同前注[44],格哈德·瓦格纳书,第140~144页。

[48] 参见[奥]海尔姆特·库齐奥:《侵权责任法的基本问题——德语国家的视角》(第1卷),朱岩译,北京大学出版社2017年版,第43页。

[49] 同前注[44],格哈德·瓦格纳书,第34页。

是加以行政、刑事惩罚,其不可忽视的目标之一是震慑可能的违法行为人,防范内幕交易等行为对市场公平秩序的破坏以及对投资者信心的打击。行为人在证券市场中的冒险行为,往往是被巨大的利益所驱使。相较而言,基于受害者损失的赔偿责任则是九牛一毛,无法真正消除行为人之激励。在损害赔偿中引入获利交出是为了实现预防功能,以更有力地阻却内幕交易行为的发生。

其次,获利交出摆脱了投资者损害赔偿的证明困境。内幕交易行为者基于特殊关系在信息获取上具有优势地位,进而侵害了其他投资者在平等信息获取权上的法益。在这一逻辑之中,内幕交易者虽然破坏了他人之权益,但并非直接从侵害行为中获利,而是基于信息优势地位将其他投资者挤出市场,继而在非面对面交易中与不知情交易相对方进行交易而获利。也就是说,内幕交易者排除了其他投资者利用内幕信息的可能,进而侵害了投资者基于应当平等获取的信息取得同等利益的可能。由此,其他投资者应当有权向内幕交易者请求返还该利益。

最后,获利交出匹配内幕交易者对整个市场造成损害所应承担的后果。内幕交易侵害了整个市场,那么让内幕交易者交出全部获利才能达到预防内幕交易发生的目的。而且,由于内幕交易者吐出的获利与市场遭受的整体损失是相当的,因此,也就不存在过分剥夺内幕交易者利益的嫌疑。

(三) 美国 Section 20A 的得失计较

对于通过获利交出建构损害赔偿制度,美国已有尝试,它的处理最终体现于 1988 年《内幕交易和证券欺诈执法法》(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act, ITSFEA) 之中。ITSFEA 将重点从对受害者的赔偿转向对违法者的惩罚。^[50] 在对投资者请求损害赔偿的诉权上,ITSFEA 在 1934 年法案中增加了 Section 20A。^[51] 具体而言,Section 20A(a) 明确,任何人在掌握重大非公开信息的情况下违反法律

[50] See Bernard D. Reams, *Insider Trading and the Law: A Legislative History of the Insider Trading Sanctions Act of 1984*, Pub. Law No. 98 - 376, William S. Hein & Company, 1989.

[51] See 15 U. S. C. § 78t - 1.

规定买卖证券,均应在诉讼中对同时反向交易同种类证券的任何人负责。Section 20A(b)对被告责任进行了限缩,规定:(1)同期交易的索赔仅限于被告获得的利润或避免的损失。根据(a)款规定的损害赔偿总额不得超过在违法交易中获得的利润或避免的损失。(2)以获利交出抵消责任。如果SEC根据该法Section 21A(d)对行为人就同一违法行为提起诉讼并被法院判决交出利益,根据(a)款所主张的损害赔偿总额应减去已经吐出的金额。Section 20A(c)规定,泄露重大未公开信息的人和其直接信息受领人应当承担连带责任,也即解决了盗用信息情况下的投资者赔偿。最后,Section 20A(d)规定,基于Section 20的诉权不限制其他明示或默示诉权的行使。

概言之,Section 20A确立了同期反向交易者对内幕交易者的私人诉权,明确了诉讼资格。更值得关注的是,Section 20A对于私人损害的赔偿并非出于填补受害投资者损失,而是基于衡平法的理念,对投资者受到的侵害提供某种救济,此种损害赔偿方式以内幕交易者所取得的不法利益为上限。其实,Section 20A是对Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith案^[52]、Elkind v. Liggett & Myers, Inc.案^[53]等典型案例裁判规则的固定。对于损害赔偿的适当尺度,美国第二巡回法院相继摒弃了传统的实付金额(out-of-pocket)和市值损失(loss in market value)损害计算方法。^[54]与最高法院在Chiarella案中的做法相反,第二巡回法院对Elkind案的处理并非基于侵权(tort)而是基于衡平(equity)的理念,将损害赔偿视为某种救济(remedy)而非为了填补投资者损失。在衡平法上,法院应当关注的不是损害的原因而是损害的事实,以及通过司法行动实际控制损害。^[55]违法行为与投资者损失之间的因果关系又被称为法律上的因果关系,它的确定很大程度上是

[52] See 495 F.2d 228, 236-237 (2d Cir. 1974).

[53] See 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980).

[54] Id., pp. 170-171.

[55] See Fred F. Lawrence, *A Treatise on the Substantive Law of Equity Jurisprudence*, § 13, Albany, N. Y.: M BENDER, 1929, p. 32.

法律政策权衡的结果。^[56] 无论是以先前义务的有无还是损害是否具有因果关系来决定被告的责任,原告能否请求经济上损失的损害赔偿,从根本上来说,都是取决于政策的取向,其目的在于限缩被告的责任。^[57] 最终,第二巡回法院采纳了基于获利交出的损害赔偿方式,被告的赔偿责任以其获得的利润或者避免的损失为限度,这与法院坚持的后果方法相符。内幕交易法如果以考察对整个市场的实际损害为路径,那么市场受到的整体损害即内幕交易者从证券活动中获得的不法利益,这种损害确定方式不仅与内幕交易者行为所造成的损害大致相当,也不会过分扩张内幕交易者的赔偿责任。显然,这种损害赔偿将个别交易者的赔偿视为偶然相关,这也正是 ITSFEA 所采用的衡量损害的方法。

当然 Section 20A 并非不存在争议,其备受诟病,且美国最高法院还没有解决的问题是,“同期”如何界定。^[58] 立法者也没有提供有益的指导。^[59] 有的法院要求投资者的交易与内幕交易在同一天进行,^[60] 有的则允许有 3~5 天的时间差。^[61] 另有法院指出,“同期”一词可能包括相关信息未披露的整个期间。^[62] 同期的范围显然将影响 Section 20A 的原告范围,但是目前美国各级法院在该问题上众说纷纭,并没有

[56] See Justin D. Levinson & Kaiping Peng, *Different Torts for Different Cohorts: A Cultural Psychological Critique of Tort Law's Actual Cause and Foreseeability Inquiries*, *Southern California Interdisciplinary Law Journal*, Vol. 13, 2004.

[57] 参见王泽鉴:《民法学说与判例研究》(第 8 册),北京大学出版社 2009 年版,第 205 页。

[58] See Neil V. Shah, *Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental Fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability*, *Rutgers Law Review*, Vol. 61, 2009.

[59] See H. R. Rep. No. 100 - 910, p. 27 (1988), reprinted in 1988 U. S. C. C. A. N. 6043, p. 6064 & n. 22.

[60] See *In re Able Labs. Sec. Litig.*, No. 05 - 2681, 2008 WL 1967509, at 26 (D. N. J. Mar. 24, 2008); *In re AST Research Sec. Litig.*, 887 F. Supp. 231, pp. 233 - 234 (C. D. Cal. 1995).

[61] See *In re Oxford Health Plans, Inc. Sec. Litig.* 187 F. R. D. 133, 138 (S. D. N. Y. 1999); *In re Eng'g Animation Sec. Litig.*, 110 F. Supp. 2d 1183 (S. D. Iowa 2000).

[62] See *In re Am. Bus. Computs. Corp. Sec. Litig.*, [1995 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep.

形成统一意见。因此,对于 Section 20A 的借鉴,还需为同期提供一个明确的定义。

虽然 ITSFEA 和 Section 20A 有一定事急从权的意味,^[63]但仍值得借鉴的是在为什么禁止内幕交易这一问题上的后果方法。在内幕交易的违法性是因为其对市场造成不利后果这一前提下,内幕交易损害赔偿的制度逻辑与禁止内幕交易的理论基础得以衔接,内幕交易的实际损害即对市场的总体损害,原告个人受到的损害与之没有必然联系。故而,在损害赔偿诉讼中,也就不需要去考虑原告损失的实际证据,以及区分原告损失中哪些是基于内幕交易、哪些是基于市场风险,而应以内幕交易者获得的不法利益为基础,对投资者进行损害赔偿。至此,内幕交易损害赔偿在后果方法下,可以获得一个通顺的制度逻辑。

(四)在我国证券监管体系中的落地

在明确应当围绕内幕交易行为人的获利交出责任构造投资者的损害赔偿后,接下来的问题是,如何在我国法下实现该思路。对于通过私人诉讼请求行为人交出获利来说,投资者往往缺乏提起诉讼的动力,因为相较于对市场的整体损害,分配到个体投资者的赔偿较少。集体诉讼可能是一条解决路径。目前我国也在探索构建证券集体诉讼制度。^[64]不过,且不说能否真正调动投资者的诉讼积极性,集体诉讼中的“搭便车”和集体行动困境便是无法摆脱的难题,还要始终控制滥诉的风险。在美国法下,虽然 SEC 时任主席曾言,ITSFEA 赋予投资者私人诉权是对 SEC 执法行动的重要补充,^[65]但美国投资者提出的私人诉讼并不多,还受到 1995 年《私人证券诉讼改革法》(Private Securities Litigation Reform Act)的诸多限制,证券欺诈案件更多是通过 SEC 执法行动进行的,且多以和解结案。由投资者提起私人诉讼恐怕不是有效率的选择,即使是借由集体诉讼这一形式。

另一条路径是通过公共执法行动没收行为人的获利,并用前述追

[63] 参见周伦军:《从不当得利到损害赔偿:内幕交易民事责任的逻辑演进——〈证券法〉修订草案第 92 条之评析》,载《法律适用》2015 年第 8 期。

[64] 对此已有诸多研究,在此不展开。

[65] See H. R. REP. No. 100-910, p. 26 (1988), re printed in 1988 U. S. C. C. A. N. 6043, 6063 (quoting SEC Chairman David S. Ruder).

缴的资金设立一个基金,来补偿投资者损失。为此,应当赋予监管部门没收行为人违法所得的权力。美国的做法是,SEC 将执法行动中收缴的违法所得、民事罚金以及和解金归入公平基金,用以赔偿受损的投资者。我国《证券法》第 191 条对内幕交易行为人也设置了没收违法所得的措施,但资金的最终去向是上缴国库。与美国不同,中国证监会收缴的违法所得在性质上更偏向于行政罚款而非补偿投资者,行政执法中的私法取向不浓,存在“与民争利”的倾向。虽然在民事责任优先的规则下,行政罚款应优先用于赔偿投资者,中国证监会还与财政部联合出台了《关于证券违法行为人财产优先用于承担民事赔偿责任有关事项的规定》,设置行政罚没款的“退库”程序来支持民事赔偿工作;但前述已指出,私人诉讼相较于行政执法效率不高,受制于投资者惰于行使诉权,在诉讼中缺乏举证能力以及执行困难的现实困境,投资者获得赔偿的愿望可能会落空,或至少相较于行政程序具有滞后性。可以借鉴美国的做法,落实行政执法补偿投资者的作用,将中国证监会没收违法所得界定为私法行动,将违法所得归入投资者保护基金,用以赔偿因证券市场违法行为而受损的广大投资者。如此,行政执法惩戒与阻却违法行为的功能与救济和赔偿投资者的目标得以在获利交出责任下衔接,从而能够更好地保护投资者,维系市场公平。

四、结论

内幕交易与投资者损失之间因果关系的证明难题,源自内幕交易法保护法益的“失落”。内幕交易法的实施应当从内幕交易行为造成的后果角度考察,而非继续在欺诈思路下寻求信义义务或者其他某种义务基础作为行为不法性的来源。在确定内幕交易受到禁止是因为内幕交易对市场公平造成不利影响,侵害了整个市场的利益后,投资者平等获取信息的权利也相应析出。由于信息获取的不平等,其他投资者相较于内幕交易者丧失了交易机会,继而丧失了获利的机会,对投资者平等信息获取权的保护是损害赔偿的基础。基于内幕交易对市场造成整体性损害,此时应以内幕交易者获得的不法利益为基础建构对投资

者的损害赔偿,赋予内幕交易同期反向交易者一般性的获利返还请求权。这不仅能够达成补偿投资者的目标,也能预防内幕交易行为的发生。不过,相较于投资者的私人诉讼,通过中国证监会的公共执法来没收违法所得,并将没收的资金归入投资者保护基金,用以赔偿投资者,是更为便捷且高效的选择。

(编辑:韩励豪 姜沅伯)