

内幕交易民事赔偿的损失认定 与数额计算

袁康*

摘要:内幕交易所造成的损失并非投资者的价差亏损或知情法益之损失,而是投资者的公平交易机会。其损失计算应以内幕交易人不当收益而非投资者实际亏损为基准。内幕交易民事赔偿的期间范围和数额计算应以存在信息优势滥用为前提,计算内幕交易者在此期间买卖证券获益或避损的金额,在排除证券市场系统风险后明确其不当收益数额,加上3倍范围内惩罚性赔偿,得出内幕交易侵权的民事赔偿总额,在个案中向适格投资者根据其交易量在同期反向交易总量中所占比例予以分别赔偿。

关键词:内幕交易 民事赔偿 损失认定 公平交易机会 赔偿数额

违反证券法三公原则的内幕交易在扰乱资本市场秩序的同时,也严重侵害了投资者的正当权

* 武汉大学法学院副教授,法学博士。武汉大学法学院硕士生陈凯琳同学提供了有力的资料搜集和文稿整理支持,在此特别致谢。

益,是我国资本市场长期以来的痼疾,也是监管部门重点打击的证券违法行为。面对隐蔽且多发的内幕交易,我国目前的规制路径呈现出“重处罚轻赔偿”的畸形形态,^[1]即以监管部门行政处罚为主,投资者民事赔偿路径不畅。究其原因在于因为内幕交易民事赔偿的裁判标准尚未确立。除内幕交易侵权行为与投资者损害结果之间因果关系难以认定之外,投资者损失认定更是横亘在民事赔偿裁判面前的核心障碍。畅通内幕交易民事损害赔偿的路径,有必要厘清内幕交易造成的投资者损失是什么、损失数额如何计算、如何赔偿损失等关键问题。本文拟结合内幕交易的致损机理、成熟市场的裁判经验、我国证券侵权民事赔偿的理论实践探索,对前述问题进行分析,尝试为构建我国内幕交易民事赔偿损失认定规则提出一种可能的思路。

一、内幕交易民事赔偿的司法困境与损失认定难题

相比整体递增的内幕交易行政处罚案件数量,^[2]我国内幕交易民事赔偿裁判案例寥寥无几。这种现象折射出了投资者在内幕交易发生后以民事赔偿诉讼方式寻求私权救济的困境。回溯屈指可数的司法实践,我国内幕交易民事赔偿诉讼经历了三个阶段。

第一阶段为2005年以前的空白期。尽管1993年的《股票发行与交易管理暂行条例》曾概括规定了违反条例的民事赔偿责任,但该条例及1999年施行的《证券法》均仅规定了内幕交易的刑事责任和行政责任,内幕交易民事赔偿并无直接法律依据。2001年9月最高人民法院下发《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》(已失效),该通知在内幕交易受损投资者本就难以寻求救济的基础上彻底斩断了通过诉讼获取民事赔偿的路径。随着2002年至2003年最高人民法院陆续发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问

[1] 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。

[2] 参见吕成龙:《内幕交易规制研究》,法律出版社2023年版,第35页。

题的通知》(已失效)和《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》(已失效),民事救济途径也只是对虚假陈述行为放开,而未拓展至内幕交易。在此期间,因内幕交易受损的投资者并无获取民事救济的可能性。

第二阶段为2005年至2015年的探索期。《证券法》2005年修订时在第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”。该规定系首次明确内幕交易的民事责任,开启了受损投资者通过民事诉讼主张损害赔偿的通道。然而由于立法过于原则以及内幕交易致损机理的复杂性,内幕交易民事赔偿缺乏具体的适用规则,进而导致法院在审理案件时的高度谨慎与保守。在此期间,投资者因内幕交易提起的民事赔偿诉讼有四起,即2008年的陈某丰诉陈某良案〔3〕、2009年的陈某灵诉潘某深案〔4〕以及2011年的李某诉黄某裕等案〔5〕和2014年吴某峰诉杜某等案〔6〕。除第一个案件因原告撤诉结案外,其余几个均以法院认为原告损失与内幕交易之间并不存在因果关系为由驳回诉讼请求而告终。虽然在此期间并无原告顺利获得民事赔偿,但投资者通过民事诉讼寻求救济以及法院审慎处理内幕交易民事赔偿案件的尝试,都对建立和完善裁判规则与标准进行了有益探索。

第三阶段为2015年至今的突破期。2015年光大证券股份有限公司(以下简称光大证券)乌龙指事件引发的内幕交易系列民事诉讼成为内幕交易民事赔偿司法实践的“分水岭”。在这批案件中,法院一改因果关系认定的审慎保守态度,转而参照虚假陈述民事赔偿司法解释中的裁判思路,推定内幕交易行为与投资者损失之间的因果关系,使投资者民事胜诉获得赔偿从梦想照进了现实。虽然个案实践中的类推适

〔3〕 参见江苏省南京市中级人民法院:陈某丰诉陈某良证券内幕交易民事赔偿责任纠纷一案民事裁定书,案号:(2008)宁民二初字第136号,2008年9月4日。

〔4〕 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责任纠纷一案民事判决书,案号:(2009)一中民初字第8217号,2009年10月22日。

〔5〕 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。

〔6〕 参见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。

用并不意味着普遍适用的可能性,但推定因果关系的认定尝试在一定程度上实现了内幕交易民事赔偿关键障碍的松动。^{〔7〕}在此基础上,对内幕交易民事赔偿的裁判规则与标准开始了更进一步的探索,即损失认定标准。在徐某阳诉光大证券案^{〔8〕}和郭某兰诉光大证券案^{〔9〕}中,法院将投资者损失认定为反向交易差额,支持了原告的赔偿请求。但这种判决思路在成文法中难以找到足以支撑该判决的明确依据,交易差额损失系内幕交易行为所致的判断也不尽合理,加之该案诉争内幕交易行为仅是股指期货市场,使该案不具备普遍的援引意义。虽然此种处理方式在合理性和正当性上仍面临一些质疑,但这种直面问题的积极尝试仍具进步意义。

内幕交易民事侵权损害赔偿经历了上述三个阶段的艰难探索,取得了从无到有、从不可行到可行的实质性进展。但不可否认的是,由于当前赔偿标准缺乏共识、裁判规则尚付阙如,内幕交易民事赔偿仍然面临着较为严峻的考验,投资者通过民事诉讼方式获得救济依旧困难重重。不同于证券市场虚假陈述侵权的民事赔偿已经形成了较为全面、完整和系统化的裁判规则,内幕交易侵权的民事责任仅仅停留于《证券法》第53条第3款中“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”的原则性规定,但关于投资者损失认定、赔偿范围以及损失计算等具体的适用规则并未达成共识,内幕交易民事诉讼实践也难以据此全面开展。^{〔10〕}内幕交易民事赔偿责任具体认定规则的缺失以及理论研究的探索不足,导致司法实务中法院缺乏具有可操作性的损失裁量标准,也导致了现有内幕交易民事赔偿诉讼多以原告方失利而告终。概言之,我国目前内幕交易投资者私法保护机制尚处在缺位

〔7〕 参见熊玲:《内幕交易侵权责任因果关系的认定:路径选择与规则构建》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2023年卷),人民法院出版社2023年版。

〔8〕 参见上海市高级人民法院:《徐某阳与光大证券期货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61号,2016年1月18日。

〔9〕 参见上海市第一中级人民法院:《郭某兰与光大证券内幕交易赔偿责任纠纷一审民事判决书》,案号:(2013)沪一中民六(商)初字第30号,2016年12月28日。详见《最高人民法院公报》2018年第12期。

〔10〕 参见李有星、杨楠:《论我国内幕交易损害赔偿计算方法的建构》,载《时代法学》2012年第6期。

状态,投资者获得侵权民事赔偿仍然道阻且长。

鉴于内幕交易民事赔偿的司法困境,以及内幕交易致损机理的理论困惑,有学者甚至提出否定内幕交易的民事责任。^{〔11〕} 这种观点认为内幕交易民事侵权无法完成周延的理论证成,且经由行政监管的公权力规制已能实现内幕交易行为的负外部性,故而内幕交易民事责任既不合理也无必要。然而,尽管“以行政监管矫正市场行为是一种富有效率的制度设计”,但并不能借此否定以民事责任约束市场行为的制度意义。从某种程度上讲,民事责任同样也能显著增加内幕交易行为的违法成本,从而实现内幕交易的私法规制。同时内幕交易民事责任对于实现投资者损失填补,维护投资者利益并维系资本市场信心仍具有重要的特有价值。^{〔12〕} 完全走向公法规制而放弃私权救济,无疑是对内幕交易行为下投资者私权的漠视,难言对投资者保护认真对待。^{〔13〕} 在当前我国《证券法》已明确内幕交易侵权民事责任的制度背景下,认真探索内幕交易民事损害赔偿标准而不是回避困难,似乎是更为理性务实的选择。

从证券侵权民事赔偿标准的构成来看,证券侵权行为、行为人过错、投资者的损害结果以及两者之间的因果关系是证券侵权民事责任的基本构成要件,而赔偿责任认定标准、赔偿数额确定标准和赔偿责任分配标准是民事赔偿裁判规则的基础构造。^{〔14〕} 落实内幕交易民事责任,需要对以上要素充分厘清。就当前司法实践来看,造成内幕交易民事赔偿司法困境的障碍主要有二:一是内幕交易行为与投资者损失之间的因果关系难以认定,二是投资者损失和赔偿数额难以计算。而这两大障碍归根结底都落在一个共同的问题之上——到底内幕交易造成的投资者损失是什么?只有回答了这个前提性问题,才能确定这个损失与内幕交易行为之间是否存在因果关系,以及这个损失到底应当如何计算以及如何赔偿。否则,围绕这些问题的讨论都将是无意义的空谈。

〔11〕 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。

〔12〕 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。

〔13〕 参见冯果:《内幕交易与私权救济》,载《法学研究》2000年第2期。

〔14〕 参见袁康等:《证券侵权民事赔偿标准研究》,法律出版社2022年版,第3~5页。

二、内幕交易的致损机理与“损失”的理论解构

内幕交易民事责任的承担前提在于给投资者造成了损失。但是一直以来,对内幕交易导致投资者损失的理解比较抽象和模糊。立法者、监管部门和市场普遍认同内幕交易行为确实会损害公众投资者利益,但对于损失的认定和计算始终难以达成共识。即便内幕交易行为人民事赔偿责任得以认定,但民事赔偿的公平合理要求,也会给赔偿数额确定和赔偿责任分配造成困难。毕竟,内幕交易行为固然违法侵权,但也不宜罔顾交易致损逻辑和侵权法律关系,稀里糊涂地要求内幕交易行为人对投资者参与证券交易的投资损失承担赔偿责任。因此,搞清楚内幕交易的致损机理,以及投资者损害后果究竟是什么显得尤为必要。

根据《证券法》的文义以及证券法学理论,内幕交易行为是指利用对证券价格有重大影响且尚未公开的内幕信息进行的证券交易。^[15]结合信息披露制度来理解,内幕信息是公开信息的相对概念,系指尚在形成过程中的应披露信息或已形成但尚未披露的信息。相比于公众投资者而言,内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人在发行人公开披露信息之前,具有明显的“信息优势”。按照内幕交易禁止规则,前述主体在内幕信息公开之前不得买卖证券,只有在内幕信息经披露转化为公开信息之后,方可实施证券交易。这一方面是证券市场公开原则的要求,即确保证券市场透明度,避免未公开的内幕信息成为具有信息优势的投资者的决策依据,从而加剧信息不对称对市场效率的抑制;另一方面是证券市场公平原则的要求,即禁止滥用信息优势获得相比公众投资者更好的交易条件和机会,避免个别市场主体“偷偷看牌”动摇资本市场公平秩序的根基。^[16]而一旦内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人实施内幕交易,那么就在事实上造成了仅凭公开信息进行

[15] 参见李明良、李虹:《期货市场内幕交易的内涵:以美国为中心的考察》,载《证券法苑》2014年第4期。

[16] 参见吕成龙:《谁在偷偷地看牌?——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》,载《清华法学》2017年第4期。

交易的公众投资者无法公平及时地完成交易决策,后于内幕交易行为人实施交易,也必然会导致公众投资者在证券投资中处于不利地位,从而遭受本不应有的损失。而这个损失究竟是什么?

内幕交易导致的投资者损失并非价差亏损。价差亏损是投资者在证券买卖中卖出价格低于买入价格所形成的差额损失,也是投资者在证券交易中最为直接的经济损失。但投资者的价差亏损是否系内幕交易行为所致,值得进一步讨论。第一,内幕交易行为并非证券价格波动的直接原因。区别于虚假陈述行为通过虚假记载、重大遗漏或误导性陈述直接影响投资者决策从而导致证券价格波动,内幕交易行为本身是极为隐蔽且不为公众知悉的,并且内幕交易的交易量和交易金额通常也并不足以导致证券价格的显著变化。即便证券价格在内幕交易行为实施后发生了较大变化,往往也是内幕交易对量价的细微影响被市场观察到后,其他交易者跟风盲从而引发了价格的较大波动,此即所谓“衍生知情交易机制”(derivatively informed trading mechanism)。^[17]抛开市场投机跟风造成的价格波动,将所有价格波动都归咎于内幕交易,可能失之片面。第二,内幕交易行为并未导致证券价格机制的扭曲。按照“有效市场假说”,证券价格会反映市场信息。^[18]随着内幕交易行为的实施,证券的价格会逐渐体现尚未公开的内幕信息,从而使证券价格向“正确”的价格波动。因此,在某种意义上,内幕交易不仅不会影响价格真实性,反而有助于真实价格的形成。^[19]在并未扭曲证券价格的情况下,要求内幕交易者就投资者的价差亏损承担责任,显然并不具备合理性基础。投资者的理性决策(哪怕往往不那么理性)往往是结合了多方因素和考量,在内幕交易行为并未直接影响投资者决策且未导致价格扭曲的情况下,若将内幕交易导致的投资者损失与价差亏损直接画等号,恐有将投资者本应承担的市场风险统统转嫁给事后被发现的内幕交易者之嫌。^[20]

[17] 参见张新、祝红梅:《内幕交易的经济分析》,载《经济学(季刊)》2003年第4期。

[18] See Eugene F. Fama, *The Behavior of Stock - Market Prices*, *Journal of Business*, Vol. 38, 1965.

[19] 参见缪因知:《反欺诈型内幕交易之合法化》,载《中外法学》2011年第5期。

[20] 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。

内幕交易导致的投资者损失并非“知情法益”之损失。有学者认为内幕交易行为损害了投资者的“平等知情权”,^[21]上海市高级人民法院也曾在金某诉光大证券案^[22]中认为“内幕交易直接侵害了交易相对方的知情权”,可见在理论与实务中均有将知情法益认定为投资者损失的观点。这类观点认为内幕交易利用信息优势交易侵害了一般投资者平等获取交易信息的知情权利,^[23]该知情权体现为投资者应在同一时间、以同一方式知悉同一信息。^[24]然而,这类观点在法理上并非经得起推敲。投资者的知情权建立在信息披露制度的基础之上,知情范围为依法应予以披露的招股说明书、定期报告以及可能对证券价格产生影响的重大事件,知情权所对应的是信息披露义务,即只有信息披露义务人不履行或怠于履行披露义务时,才构成对知情权的侵害。然而:第一,内幕信息本属非公开信息,公众投资者并无知情的权利基础。内幕信息并不总是应披露而未披露的信息,还有可能是正在形成中的重大信息或未正式披露的信息。在正式披露之前,公众投资者并无知情的可能,自无知情权之损害。第二,内幕交易者并不都是信息披露义务人,并不负有保障公众投资者知情权的义务。内幕交易者因合法或非法原因获取和知悉内幕信息的,除董监高、大股东、实际控制人、收购人等法定的信息披露义务人之外,本不负有披露信息使投资者知情的义务,其实施内幕交易行为仅系对所知悉的内幕信息之滥用,与投资者知情权无涉。因此,内幕交易行为并不侵害公众投资者的“知情法益”,^[25]将知情法益认定为内幕交易的损失在法律关系逻辑上并不周延。

内幕交易导致的投资者损失实为“公平交易机会”之损失。投资者在证券交易活动中基于标的证券的相关信息作出投资决策,公开信

[21] 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第26页。

[22] 参见上海市高级人民法院:《金某与光大证券期货内幕交易责任纠纷二审民事判决书》,案号:(2016)沪民终146号,2016年9月1日。

[23] 参见刘宪权:《证券期货犯罪理论与实务》,商务印书馆2005年版,第291页。

[24] 参见周贤日:《内幕交易法理及其责任机制》,载《华南师范大学学报(社会科学版)》2004年第4期。

[25] 参见曾洋编著:《内幕交易侵权责任的因果关系》,载《法学研究》2014年第6期。

信息披露制度以及内幕交易禁止规则的核心目标亦在于确保投资者公平获取证券信息并公平开展证券交易。然而内幕信息的存在会导致证券市场中的信息失衡,即内幕信息知情人相比普通投资者而言具有明显的“信息比较优势”。一旦内幕人利用内幕信息进行交易从而获益或避损,则是滥用了其信息比较优势实现“抢跑”,从而获取了更为优越的交易机会。易言之,内幕交易的发生在事实上会导致普通投资者丧失基于及时、完整、充分的证券信息,在遵守法律法规及交易规则的前提下买卖证券的公平交易机会。^[26] 尽管投资者“公平交易机会”这一法益概念尚未得到立法的确认,也有学者认为投资者的“公平交易权”难以证立,^[27] 然而“侵权法不仅仅保护主体的权利,而且也保护其享有的合法的利益”^[28],侵权法保护对象的二元结构体现了侵权法对公民民事权益的开放包容式的保护理念,投资者因内幕交易而使原有公平交易的基础被破坏,该公平交易机会的损失是客观存在且应当受到重视和保护。“权利需要有法律的明确承认,而利益则需要衡量”^[29],当投资者基于应有的公平交易机会受到侵害时,理应获得法律的保护和救济。吕成龙教授曾对内幕交易规制中的“信义义务理论”和“平等获得理论”进行了深入的分析,并主张以后者作为内幕交易监管的理论依据。诚如其言,“我们反对内幕交易的理由在于内部人的信息优势并不是建立在机会均等的基础上,其滥用这种普通投资者无法得到的信息优势,与投资者预期存在一个所有参与者都依据相对的规则竞争的诚实、公平的证券市场的期望是不一致的”^[30]。根据美国联邦第二巡回法院在 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案中提出的“平等获得理论”,内幕信息知情人“根据规则当然地应该被禁止进行不公平的交易”^[31],其核心意旨即在确保普通投资者不因内幕交易行为而失去本

[26] 参见曾洋编著:《证券法学》,南京大学出版社2008年版,第82页。

[27] 同前注[11],吕成龙文,第64页。

[28] 王利明:《侵权行为概念之研究》,载《法学家》2003年第3期。

[29] 曹险峰:《在权利与法益之间——对侵权行为客体的解读》,载《当代法学》2005年第5期。

[30] 同前注[16],吕成龙文。

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

应享有的公平交易机会。基于此,内幕交易给普通投资者造成的损失也许并非投资者自身交易过程中产生的直接损失,而是因失去公平交易机会而带来的间接损失。

三、内幕交易者实际收益:公平交易机会损失认定的应然逻辑

公平交易机会作为投资者本应享有的法益,其价值如何衡量关系到内幕交易者民事赔偿责任如何界定。因此,公平交易机会损失的量化计算应该成为内幕交易民事赔偿损失认定规则的关键环节。本应戒绝交易的内幕人实施内幕交易行为获益或避损,在事实上造成普通投资者公平交易机会的落空,从而间接导致了投资者的经济损失。内幕交易致损的数额计算一直是损失认定的一大难点,当前对于采取何种损失计算方法众说纷纭,在准确把握公平交易机会的价值实质的基础上对其进行合理计量,或是解决内幕交易民事赔偿困境的核心突破口。

基于对虚假陈述民事赔偿中损失计算规则的借鉴,以及对受损投资者充分补偿的执念,不少学者倾向于内幕交易损失应以投资者实际损失为计算基准。^[32] 基于这一立场,在理论上也形成了多种损失计算方法。一是“实际价值算法”(也称“净损差额法”,out of pocket measure),即投资者损失是其进行交易时的价格与内幕交易公开后该证券实际价值之间的差额。然而该方法将因证券的“实际价值”缺乏可靠的衡量标准而难以操作,即便是由专家对实际价格进行论证也缺乏一个统一客观的评判标准,在实务中以此判断出的证券实际价值往往是不确定的、虚构的,因此该推测出的价格难以成为投资者主张赔偿的依据。^[33] 二是“实际诱因算法”,该方法主张内幕交易行为入仅就因其内幕交易行为造成的证券价格波动对投资者负担赔偿责任,而对于其他市场影响因素造成的损失则一概不负责,主张以内幕交易所致

[32] 参见杨峰:《论我国内幕交易损害赔偿额之确定》,载《暨南学报(哲学社会科学版)》2006年第6期。

[33] 同前注[13],冯果文。

价格变化与投资者交易的价格进行比较来得出损失具体数额。然而证券市场的价格波动本就具有多因性,难以在具体计算时单独剥离内幕交易行为因素对其进行独立量化,而且内幕交易行为是否确定会造成证券价格波动以及如何造成价格波动并无定论,因此该方法不具有可操作性。三是“差价计算法”(也称“净损差额修正法”,*expedient out-of-pocket measure*),该方法为避免实际价值确定难题引入了“合理期间”概念,属实际价值法的折中方案,具体是以原告股票交易时的价格与内幕交易行为暴露或获知后一段合理时间内股票价格的差价为投资者损失赔偿数额。^[34]“差价计算法”既能够规避前两种计量方法所面临的技术操作问题,也可以涵盖适用于交易中内幕交易行为人避损或获利的不同场景。^[35]当内幕交易信息公开之时市场价格的波动多数系因投资者的恐慌抛售或购入,若要求行为人对该节点价格进行赔偿恐有失公允,市场需要一段合理的信息吸收时间从而使证券价格更加趋于“真实价值”。然而不同标的的内幕信息被市场吸收消化的时间均有不同,如何科学确定一个损失价格计算“合理期间”是一大难题,因此这也是该方法在衡量标准上难获一致认可的缘由。四是“重新卖出价格法”(*resale price measure*),该方法将损失计算为受害方支付的购买价减去发现或应当发现内幕人进行内幕交易后合理期间内最低价格的差额,^[36]然而该方法仅能适用于证券买方受欺诈的情形且“最低价格”的设置有可能过分加重内幕交易行为人的赔偿负担。五是与前一方法相对的“补进法”(*cover measure*),该方法中受害人可获赔偿为发现或应当发现内幕人进行内幕交易后一段合理时间内,该证券所达最高价格减去出售证券之所得,^[37]然其缺点与重新卖出价格法一样,仅仅适用于证券卖方受欺诈的场景且具有内幕交易行为人赔偿负担过重的风险。

[34] 参见张斌:《内幕交易中的因果关系认定和赔偿数额确定》,载《人民司法》2008年第22期。

[35] 参见任志强:《刑法规制下的内幕交易行为若干问题探讨》,载《上海公安高等专科学校学报》2014年第1期。

[36] 同前注[10],李有星、杨楠文。

[37] 同前注[10],李有星、杨楠文。

在实践中有不少案例支撑了前述计算方法。美国关于禁止内幕交易的规定主要体现在1934年《证券交易法》第10节(b)条款以及由证券交易委员会确立的10b-5规则,该条款并没有附随规定行为人的民事责任,具体损失裁量交由司法部门进行个案判断。^[38]实践中法院倾向于采用实际价值计算法来计算受损投资者的实际损失,^[39]实际价值计算法中受害人所能够获得的赔偿是交易当时证券的真实价格与实际支付价格之间的差额,但由于该证券真实价格在计算时难以准确确定,因此除该方法之外各州法院在计算投资者损失时也探索出了如差价计算法、补进法等不同计算方法。^[40]我国法院在处理光大证券内幕交易民事赔偿系列案件时,亦对损失数额按内幕交易期间因反向交易所产生的交易差额予以认定。

然而,由于致损机理的差异,虚假陈述基于买卖价格差额的损失计算逻辑并不适用于内幕交易。最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第27、28条区分规定了诱多型虚假陈述及诱空型虚假陈述的“买入价与卖出价”间的差额计算方法,^[41]以期通过该差额计算出虚假陈述受损投资者的“真实损失”。^[42]然而内幕交易并不具有直接适用该差额计算的前提,原因在于:第一,内幕交易致损机理与虚假陈述有别。虚假陈述通过信息披露欺诈影响证券

[38] 参见蔡奕:《各国内幕交易管制与我国证券法的完善》,载《证券市场导报》2003年第10期。

[39] 典型案例如 Foster v. Finianial Technology, Inc. 517 F. 2d 1068 at 1071 (9th Cir. 1975); Blackie v. Barrack, 524 F. 2d 891, 909 (9th Cir. 1975), 429 U. S. 816 (1976)。

[40] See William K. S. Wang, *Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff*, University of California at Davis Business Law Journal, Vol. 10, 2009. 转引自施天涛、周伦军主编:《美国证券欺诈经典案例:内幕交易与虚假陈述》,法律出版社2015年版,第8页。

[41] 参见汤欣、李卓卓:《新修虚假陈述民事赔偿司法解释评析》,载《法律适用》2022年第3期。

[42] 差额说本身是来自美国的一种理论,对于差额说含义存在不同主张,其中最简单的模型是以买入价与卖出价之间的差额作为损失来计算。参见朱大明:《证券虚假陈述中因果关系认定与损害赔偿数额计算的日本模式——以东芝案为例》,载《财经法学》2022年第6期。

价格,投资者只要信赖该信息进行交易即产生损失,^[43]但内幕交易受损投资者并非受到行为人欺诈或诱导才买入或卖出证券,甚至大多数时候投资者根本就未意识到市场正在发生内幕交易行为,其受到损失是因为内幕信息知情人利用信息优势交易侵害到其他投资者的公平交易机会,公平交易机会损失与买卖差额损失并不能直接画等号,故该致损机理的差异也导致内幕交易难以直接适用虚假陈述的差额计算方法。第二,在内幕交易视角中难以探讨证券“真实价值”。虚假陈述一般通过公开信息披露开展,能够较为清晰确定信息披露节点对价格波动的影响幅度,但因内幕交易具有较高的隐蔽性,且行为发生后根本难言内幕交易单个因素对证券价格的影响程度,同时也不存在“假设提前知道内幕信息我就会变更交易决策”这一投资者的事后诸葛亮假设,^[44]因此较难直接借鉴虚假陈述通过实施日、披露日或更正日来计算买入卖出的差额计算方式。

更为重要的是,失去公平交易机会导致经济损失并非投资者进行证券交易所导致的损失,而是未能公平进行交易所失去的应有收益,可以将其理解为若与内幕人平等获知该内幕消息并公平进行交易的可得收益之损失,笔者将其称为“若有——则可”。虽然内幕交易者的确实实施了内幕交易行为,但一方面内幕交易行为并不总会引起证券价格的波动,或者并非直接引起证券价格的波动,普通投资者的交易差额并非内幕交易行为所致;另一方面投资者的交易行为并非受内幕交易行为所影响,内幕交易的“欺诈”实质仅是内幕人自身违反戒绝交易的信义义务,而非对普通投资者作出投资决策的误导。故由内幕交易者对投资者在证券交易过程中的直接经济损失予以赔偿并不符合逻辑。从公平交易机会的价值实质来看,其应当是内幕交易者滥用信息优势攫取的本可由普通投资者平等获得的收益。在这种收益未实际发生或没有确定方法进行估算的现实局限下,其实可以按照“若有——则可”的假定,以内幕交易者通过实施内幕交易而获得的收益予以参照核定,从而

[43] 参见彭冰:《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》,载《法律适用》2022年第5期。

[44] 同前注[40],施天涛、周伦军书,第94页。

实现损失的准确计算。具体而言,若内幕交易者获益,有公平交易机会的普通投资者亦可获益,则投资者的损失即为内幕交易者的收益总额;若内幕交易者避损,有公平交易机会的普通投资者亦可避损,则投资者的损失即为内幕交易者的避损总额;若内幕交易者出现亏损,有公平交易机会的普通投资者并不会因失去机会而发生损失,则投资者损失不存在。基于此,内幕交易民事赔偿的损失计算应当将关注点从普通投资者转向内幕交易者,以内幕交易者的实际收益作为损失计算基准。

以内幕交易者实际收益而非普通投资者实际损失为内幕交易民事赔偿的损失计算基准,在实践中也可以找到依据。例如, *Janigan v. Taylor* 案作为 10b-5 规则适用的早期里程碑案件即采用了“意外收益返还法”,法院认为欺诈方在信息披露之后获得的利益属于意外之财,该意外之财是欺诈交易行为导致的最直接后果,因此将这些利益交给受欺诈方远比让欺诈方保有更为合适。^[45] 还值得一提的是 1980 年美国联邦第二巡回上诉法院在 *Elkind v. Liggett & Myers Inc.* 案中批评了一审法院采取的净损差额法与净损差额修正法以及二审法院采用的实际诱因计算法,并提出了“吐脏法”(disgorgement measure)。该计算方法以投资者购买时的价格和在不平等的信息基础上可以出售的价格(如在内幕信息披露后的一段合理时间经过的股票价格)间的差额作为赔偿额,并将赔偿上限定为内幕交易人利用内幕信息优势进行交易的部分,若投资者损失超过内幕交易行为人违法所得则以被告不法所得为损害赔偿的基础再按比例具体进行分配。^[46] 该方法巧妙避开了以原告实际损失为目的的差额计算法在操作上的复杂性,且差额计算法可能会使原告获得过高或与内幕交易因素无关的损害赔偿,^[47] 因此以被告违法所得为基准进行损失计算将更符合内幕交易致损机理,同时得出来的价格也更贴近内幕交易行为所造成的实际损失,^[48] 这一以被告

[45] See *Janigan v. Taylor*, 344 F.2d 781 (1st Cir 1965).

[46] See *Elkind v. Liggett & Myers Inc.* 635 F2d 156 (2d Cir. 1980).

[47] 参见顾肖荣、杜文俊:《也谈证券犯罪的民事赔偿——以美国的内幕交易为例》,载《政治与法律》2002年第3期。

[48] 同前注[40],施天涛、周伦军书,第89~92页。

违法所得为投资者损失计算基准并划定赔偿上限的裁判思路值得借鉴。^[49] 在 Elkind 案之后,美国内幕交易民事赔偿案件以“同期交易者”标准限制原告范围、以“违法所得”限制被告赔偿范围的裁判标准也基本成型。^[50] 在香港证监会诉易某芳、危某、黄某三被告案(又称千里眼案)中,法庭支持了香港证监会提出的“恢复原状令”并要求各被告人交还从内幕交易中获取的违法收益,投资者损失则是内幕交易人卖出的平均价格与买入价格的差额减去管理人的酬金以及诉讼费用后的剩余部分。该“恢复原状令”实际上类似于美国内幕交易民事赔偿计算的“吐赃法”。

四、内幕交易民事赔偿数额计算规则之设想

我国现有司法实践探索所尝试的以普通投资者反向交易净损差额作为损失计算的依据,虽然有利于个案的便捷处理以及投资者损害的充分救济,但是由于偏离了内幕交易所致损害实为公平交易机会损失的侵权本质,以至于在法理上存在根本性的漏洞。当回归以内幕交易者实际收益作为损失计算的基准时,虽然可能引发对忽视投资者在证券交易中实际经济损失的怀疑,但毕竟是基于对内幕交易致损机理的客观认识以及对内幕交易者和投资者利益的合理平衡,不至于将投资者自身应承担的市场风险不公平地转嫁给内幕交易者。在此基础上,内幕交易者在承担民事赔偿责任时应当向谁赔、赔多少,是需要进一步予以细化明确的问题,以便为司法裁判提供规则支撑。笔者在本文中尝试提出一种不成熟的设想,以供方家批评指正。

(一) 损失赔偿的期间范围与数额计算:以信息优势滥用为前提

内幕交易行为导致的普通投资者公平交易机会的损失应以内幕交

[49] Elkind 案对内幕交易民事赔偿划定上限的做法在后续也得到了美国国会认可,故在 1988 年制定的《内幕交易和证券欺诈执法法》中新增第 20A 条,在同期反向交易者的民事诉权之外新增了被告责任限制仅及于所得利润或避免损失的规定。

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

易者实际收益为计算基准,然而实际收益如何计算仍有待进一步讨论。在认定投资者损失即内幕交易者实际收益时,需要合理地将内幕交易者滥用信息优势进行内幕交易所获收益与其作为投资者正常的投资收益相区分,这就需要准确把握内幕信息与公平投资机会的内在联系,将损失计算限定于公平交易机会存续期间内幕交易行为人所获之收益。

内幕交易损害的公平交易机会存在于内幕信息形成之日起至内幕信息公开披露之日止。内幕信息形成前,并无内幕人及其信息优势,公平交易机会自无受损之虞。内幕信息形成后,知悉内幕信息但未交易的内幕人并未滥用信息优势,亦未损害普通投资者公平交易机会。内幕信息经公开披露后,内幕人的信息优势不再存续,内幕人与普通投资者重回同一起跑线,更无损害公平交易机会之可能。只有内幕人在内幕信息形成后、公开前实施内幕交易行为,才涉及对普通投资者公平交易机会的损害。内幕交易者在实施内幕交易至内幕信息被公开期间所获得的实际收益,则可被视为损害普通投资者公平交易机会而获得的不当利益,亦即造成的普通投资者在公平交易机会下可得利益之损失。

基于此,在内幕交易行为的整个周期中有四个时点值得关注:(1)内幕信息形成日,即可能影响证券价格的未公开信息形成之日,如上市公司重大资产处置的方案初步形成,或并购意向初步达成等;(2)内幕交易实施日,即内幕人利用内幕信息作出投资决策并实施证券买卖之日;(3)内幕信息公开日,即内幕信息通过公开信息披露程序,或在有全国影响力的媒体或平台公开曝光,从而被公众知悉之日;(4)内幕交易揭露日,即内幕交易行为被公开立案调查或被给予行政处罚,内幕交易行为被公众所知悉之日。在内幕信息形成日之前和内幕信息公开日之后,内幕人并不掌握尚未公开信息,与普通投资者之间处于信息均势状态,并不存在“抢跑”进而损害投资者公平交易机会的情况,也不存在投资者的损失。而内幕信息形成日与公开日之间,内幕人因掌握内幕信息而具备信息优势,但只有其实施了内幕交易行为,才存在滥用信息优势损害普通投资者公平交易机会的事实后果。故以内幕交易者所得利益计算投资者损失时,应以内幕交易者信息优势和投资者公平交易机会存续期间为限,即自内幕信息形成日起至内幕信息公开日止,在此期间的内幕交易者所得利益即为投资者之损失(见

图 1)。

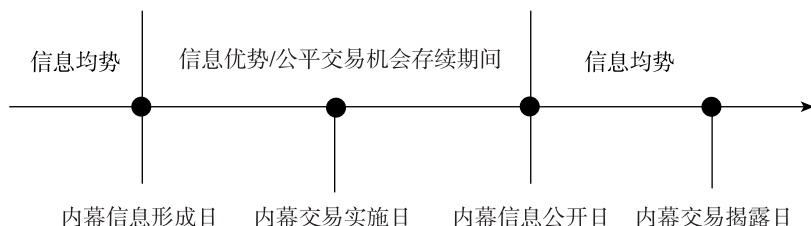


图 1 内幕交易行为周期

内幕交易者在内幕信息实施日至公开日之间所得利益,既包括通过交易所获之收益,也应包括所避之损失。盖因若无信息优势之滥用,则不可能获得该收益或避免该损失(若无——则不)。对于普通投资者而言,若基于信息均势而有公平交易机会,则可获得该收益或避免该损失(若有——则可)。该所得利益的计算需要考虑内幕交易者买入日和卖出日的证券价格,但亦应考虑买入卖出时是否存在信息优势。具体可以分以下几种情形具体讨论:(1)若内幕信息形成日前内幕人已买入或卖出证券,内幕信息公开日前卖出或买入,内幕交易者所得利益应为内幕信息形成日与内幕交易实施日证券日均价格之差额。因为内幕信息形成日前所得收益并非滥用信息优势所得,理应从内幕交易不当收益中予以排除。(2)若内幕信息形成日后内幕人买入或卖出证券,内幕信息公开日之后才卖出或买入,内幕交易者所得利益应为内幕交易实施日与内幕信息公开日证券日均价格之差额。因为内幕信息公开后,内幕交易者的信息优势不再,与普通投资者都可基于信息均势公平交易,所得收益也是基于证券价格对已公开信息的真实反映,亦应从内幕交易不当收益中予以排除。(3)在内幕信息形成日前买入或卖出,在内幕信息公开日之后卖出或买入的,在信息优势存续期间并无交易,并不存在内幕交易行为,更不存在违法所得的计算。^[51]

有学者在讨论内幕交易损失计算时考虑了内幕交易行为被发现时的市场反应,从而将内幕交易揭露日也纳入了损失计算的考量。但这

[51] 参见王越、郭献朝:《内幕交易罪违法所得的计算方法》,载《人民司法(应用)》2016年第22期。

种计算方法过度放大了内幕交易对证券价格波动的影响,同时也是对虚假陈述损害计算规则的生搬硬套。事实上,内幕交易在被公开立案调查或给予行政处罚时,通常内幕信息已完成公开并正常反映在了证券价格之中,公开日之后的价格波动带来的损益变化应属信息均势下的公平正当收益。即便是内幕信息公开前已有证券价格异常波动,但价格波动原因多样,哪怕是市场猜测存在内幕交易,也无法当然地据此判断内幕交易的客观存在或得以揭露。所以,内幕交易的揭露日对于损失计算并无实质意义。

(二) 损失赔偿的数额调整:系统风险之排除与惩罚性赔偿之引入

虽然通过计算内幕交易者在相应期间内买入卖出的价格差额,可以得出其收益从而确定投资者损失的具体赔偿数额,但是这个数额是否公允合理,是否充分体现了责任过错相一致的原则和内幕交易规制的目标,还有进一步讨论的余地。为了精细化厘定内幕交易者所得之不当收益,同时加大对内幕交易的规制打击力度,笔者认为有必要在内幕交易者买卖价格差额的基础上进行适当的数额调整,以实现内幕交易者的公平追责和有效威慑。

第一,损失赔偿数额计算应排除证券市场系统风险。证券交易本质上是一种带有投机性质的投资行为,其是风险与收益并存的,投资者既然决定参与市场交易就需要自担风险为自己的冒险投资决策买单,不能过分扩大内幕交易行为人的赔偿责任使其成为市场上投资失利的兜底保险。^[52]正如最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第31条第2款之规定,若被告能证明原告的损失全部或部分系他人操纵市场、证券市场风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致,则可在损失计算时予以剔除。内幕交易过程中,证券价格会随证券市场正常波动而波动,或者叠加他人操纵市场而产生波动,机械地将内幕交易者买卖价差认定为其不当利益,显然有失公允。因此,宜借鉴虚假陈述民事损害赔偿中的系统风险排除之经验,在计算内幕交易赔偿数额时,参考大

[52] 参见赵旭东:《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。

盘或板块指数的波动幅度对内幕交易者所得利益予以适当减扣,同时根据被告举证妥善排除其他因素所导致的标的证券的波动。概言之,内幕交易者的赔偿范围应当限于内幕交易行为所致之损失,对非内幕交易行为所致之损失承担责任会有失公允。

第二,损失赔偿数额之确定应引入惩罚性赔偿机制。内幕交易作为危害证券市场公平性的毒瘤和痼疾,是证券法的规制重点。尽管证券监管公法规制在打击内幕交易活动中可以起到显著效果,但私法规制也应当发挥更加积极的作用。^[53] 仅以损害填补的传统侵权赔偿思维确定内幕交易民事赔偿数额,并不足以对内幕交易者形成威慑力。引入惩罚性赔偿机制,显著提高内幕交易违法成本,可以有助于发挥私法在内幕交易规制中的应有作用。惩罚性赔偿在我国多部法律规定中都有迹可循,如《食品安全法》、《药品管理法》和《消费者权益保护法》中都规定了民事损害赔偿中的惩罚性赔偿金,即在请求赔偿损失之外另行请求3倍甚至10倍的赔偿金。这种惩罚性赔偿为有效约束市场主体行为、维护食品药品安全和消费者权益提供了有力支持。有学者也认为惩罚性赔偿制度因其特有的损害填补功能,不仅可以解决一般损害赔偿的制度难题,还可以赔偿一般损害赔偿所无法救济的损害。^[54] 因此,可以考虑在确定内幕交易损失赔偿数额时,要求内幕交易者在赔偿剔除系统风险后所得不当收益的基础上,另行支付前述金额3倍的惩罚性赔偿金。

(三) 损失赔偿的公平分配:适格投资者及其受偿比例

基于内幕交易者实施内幕交易所获收益计算得出的损失数额和惩罚性赔偿数额,解决的是内幕交易者赔偿总额的问题。然而,由于人数众多且不特定的普通投资者各自提起的民事诉讼不能合并审理,且赔偿总额确定的情况下单个投资者受偿金额的确定会显著影响其他投资者的受偿水平,不能对内幕交易民事赔偿诉讼个案孤立地进行处理,而是要考虑总体赔偿数额,对享有损害赔偿请求权的适格投资者予以公平赔偿。故在个案的损失认定中,宜完善两项规则。

[53] 同前注[12],冯果、李安安文。

[54] 参见马新彦:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构建》,载《法学研究》2011年第6期。

第一,内幕交易者仅应向适格投资者即同期反向交易者进行赔偿。在内幕交易民事赔偿中,适格投资者的确定不仅是明确损害赔偿请求权的前提,也是影响投资者可分配损害赔偿金额的重要因素。毕竟在内幕交易者应赔数额确定的情况下,适格投资者越多,单个投资者分得的赔偿额就越小。从内幕交易行为与投资者损害的因果关系来看,只有投资者的公平交易机会确因内幕交易而受损才会产生民事赔偿责任,而只有与内幕交易者实施了同期反向交易的投资者,才涉及公平交易机会受到了侵害。一方面,与内幕交易者实施同向交易或者不交易的投资者并未出现公平交易机会受损之结果;另一方面,投资者在内幕交易实施日之前或内幕信息公开日之后进行交易的,也并未受到内幕交易者滥用信息优势的影响。这种“同期反向”的损失主体确认模式在美国1988年《内幕交易和证券欺诈执行法》、新加坡《证券和期货法》等域外立法都有所体现。^[55]

“同期”开始节点为第一次内幕交易发生时,以及“反向交易者”为采取与内幕交易相反方向交易的投资者这两点一般不存在争议,然而对于“同期”何时结束则存在较大分歧与争议。有学者认为,应将结束时点设为内幕信息公开后的一段合理期间,因为即使内幕交易违法行为结束但其对于证券价格的影响并非立刻消失,需要给市场一定合理期间去消化该内幕信息,若在内幕交易行为结束之时即停止同期的计算则会导致后续仍受到该价格非正常波动影响的投资者损失被排斥在外。^[56]但事实上,内幕交易民事赔偿的内容系公平交易机会损失而非投资者价差亏损,内幕信息公开后即公众所知悉,其所造成的价格波动系市场正常反应而非内幕交易所致。因此,“同期”的计算应为内幕交易实施日至内幕信息公开日期间。

第二,适格投资者应按其交易量占市场同期反向交易总量的比例参与赔偿总额的分配。鉴于内幕交易损害的是普通投资者的公平交易机会,且只有进行了同期反向交易的投资者才遭受了公平交易机会的

[55] 参见吴北:《论证券市场内幕交易民事侵权诉讼的原告主体范围》,载《华北金融》2019年第6期。

[56] 同前注[54],马新彦文。

损失,故在以内幕交易者的不当收益为基准计算损失赔偿总额时,赔偿对象应为进行了同期反向交易的全部投资者。但由于所有投资者并不总能同步提起诉讼,故在个案处理时需要考虑在后起诉的投资者获得公平赔偿的可能性,因此宜先行明确单个投资者在个案诉讼中可获支持的比例。这种按比例分配的方案在我国香港特别行政区已有实践,香港特别行政区法院对内幕交易投资者民事赔偿损失计算采取的做法是以行为人违法所得为计量基准,按照交易对手方与被告之间交易股票数量的比例进行分配。由于内幕交易的隐蔽性,一般是在内幕交易者受到行政处罚后才能确认其违法行为,而不是像虚假陈述那样非经行政处罚亦可认定,由此内幕交易者的获益金额可以借由行政处罚予以确认,进而可以依前述方法明确内幕交易者应赔偿的总额。这一赔偿总额由全部适格投资者共同按比例分配,该比例的确定应根据公平交易机会受损的程度确定,而这个公平交易机会受损的程度与同期反向交易的总量规模紧密联系,同期反向交易越多,公平交易机会受损则越严重。因此,适格投资者可以根据其交易量在同期反向交易总量中的比例来确定其参与分配该赔偿总额的比例。例如,某适格投资者交易总量为1万手,内幕交易的同期反向交易总量为100万手,若某内幕交易者基于不当收益和惩罚性赔偿总计应赔偿2000万元,则该适格投资者得分配该2000万元的1%,即20万元。这种按交易量比例进行分配的方法,既准确反映了适格投资者公平交易机会损失的实际程度,也有利于保障所有适格投资者的公平受偿。

五、结论

随着虚假陈述侵权民事赔偿裁判规则的成熟,逐步完善内幕交易民事赔偿的裁判规则成为以私法规制打击证券违法行为并真正落实投资者保护的重点任务。作为内幕交易侵权责任的核心要件,投资者损失的准确认定是证成内幕交易者损害赔偿责任和计算赔偿数额的核心前提。根据内幕交易的致损机理,内幕交易损害的是投资者的公平交易机会,公平交易机会损失应以内幕交易者实际收益而非投资者投资

亏损作为计算基准。在确定赔偿范围时,应基于是否存在滥用信息优势来确定内幕交易者买卖证券价差的起止时点,从而确定赔偿的期间和数额。在此数额基础上,可排除证券市场系统风险并确定3倍的惩罚性赔偿,从而确定内幕交易者应赔偿的总额,继而在个案中由进行了同期反向交易的适格投资者根据其交易量在同期反向交易总量中的比例参与该赔偿总额的分配。需要说明的是,本文所主张的损失认定和数额计算方法只是一种理论上的探讨,有待于在司法实践中进一步凝聚多方共识,最终以司法解释的形式对内幕交易民事赔偿案件的裁判进行指导与规范。

(编辑:张越 姜沅伯)