

内幕交易民事诉讼与投资者保护： 制度比较与模式选择

邢会强*

摘要:通过比较研究美国、我国香港特别行政区和我国台湾地区内幕交易民事诉讼制度可以发现,我国内地和我国香港特别行政区对内幕交易的打击均存在不足,都需要加以改进。美国对内幕交易的打击力度较强,可成为我国建构内幕交易民事赔偿诉讼的借鉴。在选择我国内幕交易民事诉讼的模式时,可偏向于美国模式,同时借鉴我国台湾地区模式的有益经验,即建立以中国证监会为主导、民事诉讼为补充的内幕交易民事赔偿模式。

关键词:内幕交易 民事诉讼 民事赔偿 公平基金 模式选择

内幕交易民事诉讼是我国证券法制的短板,如何补齐这一短板,是当前我国证券法制完善所面临的一项重要而紧迫的任务。比较和研究外国和我国台湾地区、香港特别行政区内幕交易民事诉讼制度及其经验,有助于我们开阔视野,理性选择相应的制度模式,以达到既有效打击内幕交易,又有效赔偿投资者的双重目的。

一、我国内幕交易民事诉讼之现状与困境

(一)现状

我国内幕交易民事诉讼数量非常少。据统计,自2001年1月1日起至2017年6月30日,中国证监会共作出了200份证券内幕交易行政处罚决定书。但与此同时,

* 中央财经大学法学院教授、博士研究生导师。

却只有 4 位内幕交易者被提起了民事赔偿诉讼。这 4 位内幕交易人即以下 4 起内幕交易民事赔偿诉讼(同一被告的,合并计为一起案例)的被告:(1)“陈宁丰诉陈建良证券内幕交易民事赔偿案”(2008 年)。该案被称为“中国第一起内幕交易民事赔偿案件”,以和解结案。(2)“陈祖灵诉潘海深证券内幕交易赔偿纠纷案”(2009 年)。法院认定原告的经济损失与被告内幕交易行为之间不存在因果关系从而驳回起诉。(3)“李某、吴某诉黄光裕内幕交易民事赔偿案”(2012 年)。两原告败诉。(4)“秦某等 8 人诉光大证券股份有限公司证券、期货内幕交易赔偿案”(2015 年)。一审判决 6 名原告胜诉获赔,2 名原告的诉讼请求被驳回,这是我国内幕交易民事赔偿案中的首例胜诉案件。内幕交易民事诉讼数量之少,与我国证券市场的规模及内幕交易的违法数量很不相称。

(二) 困境

我国内幕交易民事诉讼的困境主要包括以下方面。

第一,调查取证难。在“黄光裕案”中,尽管已有刑事判决,但该刑事判决的全文未公开。原告方申请了法庭调查取证,但是法院并没有调取该证据。原因是被告方要求原告方对判决书的内容保密,但原告方不予认可。因此,原告方只能等司法公开完全实现的情况下,再行起诉。

第二,因果关系证明难。在“潘海深案”中,法院要求原告证明其经济损失与被告的内幕交易行为之间存在因果关系,但原告未能对此加以证明。在“黄光裕案”中,也存在同样的问题。原告方仅提供 3 份证据,分别为股票账户、资金股份对账单以及“黄光裕案”一审判决书、二审判决报道。原告方认为,3 份证据已经能够证明股民因为黄光裕内幕交易受到了损失。比如,资金股份对账单证明了原告买卖中关村股票的事实以及因被告的内幕交易行为导致原告投资受损的事实。而被告方则提供了 32 份证据,并认为只有当投资者的损失是因内幕交易造成时,内幕交易行为人才对投资者承担赔偿责任。而从目前原告提供的证据材料,无法证明这种因果关系。他们认为,系统风险是原告甚至被告股票损失的根本原因。两名原告主张交易中关村股票损失的期间为 2007 年 8 月底至 2008 年 11 月,此期间正是美国次贷危机引起国际性金融危机时期,这次金融危机导致国际证券市场和中国证券市场大幅下跌。在下跌过程中,中国 A 股市场各板块下跌幅度均超过 70%,中关村所在的房地产板块下跌则超过了 80%。中关村股票下跌的主要原因是由于系统性风险造成的,而不是内幕交易所致。

第三,举证责任的分配不利于原告。在“黄光裕案”中,原告律师要求实行举证责任倒置。而被告方的代理律师提出,按照现行的法律规定,应该是“谁主张,谁举证”,如果股民能证明其损失与内幕交易人存在因果关系,被告才应该承担赔偿责任,因果关系的证明在于原告,而不是被告。在该案中,法官采纳了后一种意见。但可喜的是,2015年9月,上海市第二中级人民法院在对“秦某等8人诉光大证券股份有限公司内幕交易民事赔偿案”的判决中首次采用了美国及我国台湾地区通行的“推定因果关系”的做法。这一判决的示范效应,在相当程度上解决了因果关系证明难题。但可惜,该案没有成为最高人民法院的指导性案例,其示范效应得不到现行制度的保证。

如何克服这些困难,是我国内幕交易民事诉讼补齐目前短板的关键。

二、域外内幕交易民事诉讼制度与经验

(一)美国内幕交易民事诉讼制度与经验

1. 基本制度

在1988年之前的美国,投资者提起的内幕交易民事赔偿诉讼,必须证明被告的违法行为是投资者决定进行受损交易的一个实质因素(交易因果关系)。大多数美国下级法院考虑到诉讼的复杂性和会出现违反常理的诉讼结果,特别是可能造成被告过分赔偿,倾向于拒绝给予原告民事救济。

具有转折意义的案件是1980年“埃尔金德诉利吉斯和迈尔斯公司案”(Elkind v. Liggett & Myers, Inc.,以下简称“Elkind案”),^①该案中美国联邦第二巡回法院回避了因果关系问题,但同时又在总体上限制了内幕交易人的赔偿数额,即被告的赔偿总额限制在其因内幕交易而获益的范围内。假如,投资者索赔的金额超出被告的获益,则按照诉讼金额比例进行分配。1988年,在美国证券交易委员会(Securities Exchange Commission, SEC)的建议下,美国《1988年内幕交易和证券欺诈执行法》(Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)参照“Elkind案”的做法,在内幕交易的民事诉讼方面进行了重大的制度创新与突破:该法将诉权明示地授予与被告同时进行反向交易的投资者,从而解决了原告确定问题。该法规定,任何知悉内幕信息者以不法方式利用该信息进行证券交易的,所有与其在同一时间从事相反交易

^① Elkind v. Liggett & Myers, Inc. 635F. 2d 156(2d Cir. 1980).

的人均可向法院提起民事诉讼要求赔偿,无须被告的行为与原告的损害之间有因果关系。^①这就解决了因果关系证明难问题。

在损害范围上,美国国会通过 1995 年《私人证券诉讼改革法》在 1934 年《证券交易法》中增订第 21D(e) 条,规定原告的求偿金额以其购买或出售的价格与更正不实消息之日起 90 日该证券平均收盘价格之间的差额为上限,如果原告于消息更正后不满 90 日的期间内卖出证券,赔偿金额上限为卖出价格与消息更正日起至卖出日止的平均收盘价格的差额,从而解决了原告的损失计算争议问题。

2. 集团诉讼

在美国,内幕交易除受到司法部的刑事指控和 SEC 的民事罚款(civil penalty)执法外,如蚁附膻的集团诉讼也是一大威胁。根据有关统计,2009 年至 2013 年,在所有提起的集团诉讼中,指控被告为内幕交易的案件数量每年在 23 ~ 28 件,平均每年 25.6 件;占该年度集团上市数量的比例在 12% ~ 17%,平均每年 15.2%;占在美上市公司数量的比例在 0.4% ~ 0.6%,平均每年 0.5%。^②

最近比较著名的内幕交易集团诉讼案例是 Facebook 首席执行官(CEO)马克·扎克伯格(Mark Zuckerberg)遭遇股东的集体诉讼,其被指涉嫌内幕交易。原告股东在诉讼书中称,扎克伯格及其管理团队明明知道 Facebook 的广告营收根本无法支持其 38 美元的 IPO 发行价,摩根士丹利、摩根大通和高盛等投资银行也曾作出类似预警,但扎克伯格没有采取相应拯救措施,而是在公司股价处于高位时大量抛售获取巨额利润,这涉嫌内幕交易。

3. 衍生诉讼

衍生诉讼(derivative lawsuit)是由股东代表公司提起的,追究董事和经理因违反其对公司的信义义务从而给公司带来的损害,从而使公司获得赔偿的一种诉讼制度。其判决和和解的结果归于公司而不是股东个人。衍生诉讼虽不是专门针对内幕交易民事赔偿而设计的一项制度,但其对于公司因内幕交易而获得民事赔偿还是有一定的作用的,尽管该类诉讼案件数量并不太多。

和解金额最大的内幕交易民事赔偿衍生诉讼案例,是甲骨文公司(Oracle)的股东于 2001 年代表该公司对该公司的董事和首席执行官拉里·埃里森(Larry Ellison, 被告)提起的衍生诉讼。该诉讼分别在特拉华州和加利福尼亚州的法院提起,指控被

^① 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 邢会强:《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社 2015 年版,第 100 页。

告在重大利空消息(公司不能完成预计的收入和盈利)发布前一个月卖掉了将近9亿美元的股票涉嫌内幕交易,损害了公司的声誉。由于是向不同的州的法院提起的,尽管诉讼都是针对同一行为,都是为了恢复同一损害,但却难以合并。特拉华州的法院确认了被告的动议,认定被告在出售其股票时并不拥有非公开的实质性信息。但是加利福尼亚州的法院却否决了被告的动议,决定于2005年9月审理该案。面临可能的针对他的好几百万美元的判决,被告同意在加利福尼亚州的衍生诉讼中和解,尽管案件还未审理。最后,被告同意支付1亿美元,以甲骨文公司的名义进行捐赠,甲骨文公司同意支付原告的律师费。和解方案提交加利福尼亚州法院等待批准。但一位小股东提交反对意见,认为公司实际上并未收到任何赔偿,且还需要支付原告律师费,公司受到了损害。基于此,加利福尼亚州法院拒绝批准该和解方案。最终,被告提出了以甲骨文公司的名义捐赠1亿美元,并自己支付原告律师费2200万美元的方案。法院最终批准了该和解方案。^① 该诉讼也促使甲骨文公司加强了其内幕交易管控制度。由于被告持有甲骨文公司24.5%的股份,如果支付给公司,实际上会使被告自己受益,因此最终的结果是对外捐赠。这虽然没有使公司受到赔偿,但却有效地震慑了内幕交易行为。

在衍生诉讼中,董事和高管往往可利用商业判断规则为自己辩护,而且被告的律师往往强于在集团诉讼中被告的律师,因此,投资者提起的衍生诉讼有一半是被驳回(dismissed)的,这远远高于集团诉讼10%~15%的被驳回比率。^②

4. SEC提起的民事诉讼与民事罚款

鉴于内幕交易案件中被告行为的隐蔽性和一般原告收集证据的困难,美国国会制定了《1984年内幕交易处罚法》(Insider Trading Sanction Act of 1984),授权SEC以原告的身份对被告提起民事诉讼,SEC有权对内幕交易人等征收不超过违法者从事内幕交易所得利益或所避免损失数额3倍的民事罚款。对内幕交易人具有控制权的人(controlling persons)负连带责任,但其责任限额是被控制的人所得利益或所避免损失数额3倍或最高100万美元。该民事罚款不影响SEC同时处以其他(如行政罚款等)行政处罚措施。SEC提起的诉讼适用于民事诉讼程序。^③ 该民事罚款应上交

^① Michael Liedtke, "Oracle CEO to Pay \$122 Million to End Trading Abuse Suit, Judge Approves Unusual Terms of the Settlement", *U-T San Diego*, 2005, p. 23.

^② "Derivative Suits: Recent Developments", *Directors & Officers*, 2005, p. 59.

^③ 15 U. S. Code § 78u-1 - Civil penalties for insider trading.

美国财政部,但 SEC 有权将其归入“公平基金”并进而分配给受害人,^①或者奖励给举报人。^② SEC 代替信息弱势方收集信息,并代为起诉,以弥补信息弱势方“武器的不平等”。^③ 基金模式的责任机制,是证券欺诈赔偿责任的新发展。公平基金由投资者损害赔偿金和违法行为人不当获利返还两部分组成。部分矫正正义的开放性和不当获利返还原则的结构化,让证券欺诈赔偿基金成为投资者收益权救济的有效渠道。^④

最近终于尘埃落定的科特瑞恩斯 (Contorinis) 内幕交易案,很好地展示了民事罚款与刑事罚金 (刑罚中的没收违法所得)、吐赃 (disgorgement) 之间的关系。Contorinis 是一名基金经理,因其内幕交易行为,使其所管理的基金组合实现了 7,304,738 美元的利润和避免了 5,345,700 美元的损失。2010 年 10 月,纽约南区法院被判处他 6 年监禁并没收违法所得 12,650,438 美元 (获得的利润加上避免的损失的总和)。Contorinis 提起了上诉,二审法院确认了罪名和有期徒刑,但却撤销了对其没收违法所得的认定,要求纽约南区法院重新判决。^⑤ 二审法院的理由是,没收是违法所得通常是根据犯罪行为实际获得的非法所得,但地区法院没收的数额却是该基金组合获得的利润和避免的损失,而非被告实际获得的非法所得。后来,纽约南区法院认定被告的个人所得是 427,875 美元,于是判处了该等数额的没收违法所得。刑事判决结束后,SEC 紧接着提起了民事诉讼 (civil action),请求纽约南区法院判处该基金组合吐出违法所得 (吐赃) 7,260,604 美元 (该基金获得的利润减去相关交易佣金等成本),以及额外的民事罚款和颁发禁令 (injunction)。2012 年 2 月纽约南区法院判处该基金组合吐出违法所得 7,260,604 美元,并判处 Contorinis 个人 100 万美元的民事罚款,2,485,205 美元的判决前利息 (prejudgment interest) 以及禁令。^⑥ 法院没有判处违法所得 3 倍的民事罚款大约 2100 万美元,而仅判处了 100 万美元。这是因为,法院认为它已经考虑到了被没收的违法所得、吐出的赃款和民事罚款累计已经达到了被告个人收入的极限。^⑦ Contorinis 不服,提起上诉。2014 年 2 月,二审法院判决维持原判。

就惩罚和威慑功能而言,美国的吐赃制度相当于中国的没收违法所得,美国的民

① 15 U. S. Code § 7246 – Fair funds for investors.

② 15 U. S. Code § 78u – 6 – Securities whistleblower incentives and protection.

③ 邢会强:《信息不对称的法律规制——民商法与经济法的视角》,载《法制与社会发展》2013 年第 2 期。

④ 张春丽:《论我国证券欺诈赔偿责任机制的完善》,载《法律科学》(西北政法大学学报)2014 年第 3 期。

⑤ U. S. v. Contorinis, 692 F. 3d 136 (2d Cir. 2012).

⑥ Securities and Exchange Commission v. Contorinis, 12 – 1723 – cv, NYLJ 1202643604256, at 1 (2d Cir. 2014).

⑦ Samidh J. Guha et al, “The financial consequences of insider-trading cases”, *National Law Journal*, 2012, p. 19.

事罚款相对于中国的行政罚款,两国差别不大。不同之处在于,美国的吐赃与民事罚款均可归入公平基金,进而分配给了广大的投资者,并进而实现在股市中的周转、循环。中国的没收违法所得和行政罚款须上缴国家财政,而没有补偿投资者,股市进而“失血”。从某种意义上说,证券投资是一个“零和游戏”,一个投资者的盈利对应的是另外一个或几个投资者的损失。对内幕交易进行行政处罚而上缴财政的罚金,极有可能来源于股市,因为内幕交易者的盈利部分来源于其他投资者的损失,这会降低股市的资金流通,不利于股市的发展。^①

(二)我国台湾地区内幕交易民事诉讼制度与经验

1. 基本状况

我国台湾地区称内幕交易为内线交易或内部交易,内幕信息为内部信息。庄嘉蕙收集了截至2009年3月我国台湾地区所有的内幕交易民事案件共14件,而同期刑事判决则有77件,足见民事案件在我国台湾地区亦比较少。^②

依原告起诉方式,在这14件内幕交易民事案件中,独立起诉的有4件,以刑事附带民事案件起诉的有7件,其他3件信息不详。以刑事附带民事案件起诉内幕交易,可免交诉讼费,且可获得举证责任减轻之优势,因此采用该方式起诉者较多。以此方式起诉,是在刑事案件判决的同时,将附带民事诉讼部分裁定移交民事庭审理。究竟采取何种方式起诉,全由原告自行决定。

依原告起诉身份,在这14件内幕交易民事案件中,以原告个人名义起诉的有10件,以我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”(以下简称“投保中心”)名义起诉的有4件(团体诉讼)。在以原告个人名义起诉的内幕交易案件中,投资者人最多的一个案件投资人人数多达400人。在以“投保中心”名义起诉的内幕交易案件中,投资者人最多的一个案件投资人人数多达8429人。以原告个人名义起诉的10件案件的投资人合计为703人次,以“投保中心”名义起诉的4件案件的投资人合计为10,723人次。二者相差悬殊,足见投保中心角色的重要性。

就诉讼结果而言(按最后一审的判决结果为准),原告败诉的有7件,胜诉1件,部分胜诉的有6件,基本上是胜败各半。败诉原因各异,有的是部分原告之请求金额和法定拟制计算之赔偿额(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10个营业日收盘平均价格之差额为法定拟制计算之赔偿额),有的是

^① 邢会强:《内幕交易罚没收入与投资者公平基金》,载《中国金融》2011年第3期。

^② 庄嘉蕙:《内线交易实证研究》,台湾交通大学管理学院2009年硕士学位论文,第239~262页。

被告内线交易罪行被判无罪导致附带民事诉讼不合法,有的是重复起诉等。

2. 因果关系与举证责任分配

我国台湾地区于1988年修改其“证券交易法”,增加第157-1条,明确禁止内线交易,并规定了相应的民事责任。该条规定经过2002年、2006年和2010年三次修改,目前第1项的规定如下: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18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:(1)该公司之董事、监察人、经理人及依台湾地区“公司法”第27条第1项规定受指定代表行使职务之自然人。(2)持有该公司之股份超过10%之股东。(3)基于职业或控制关系获悉消息之人。(4)丧失前三款身份后,未满6个月者。(5)从前4款所列之人获悉消息之人。第3项规定:“违反第一项……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10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。”第4项规定:“第一项第五款之人,对于前项损害赔偿,应与第一项第一款至第四款提供消息之人,负连带赔偿责任。但第一项第一款至第四款提供消息之人有正当理由相信消息已公开者,不负赔偿责任。”根据这些规定,原告要想获得民事赔偿,须举证证明被告有违反台湾地区“证券交易法”第157-1条第1项之行为,以及证明自己为“当日善意从事相反买卖之人”。

至于何为“善意”,我国台湾地区有关法院在一份判决中指出,系争消息公布前投资人买入股价与信息发布后差额达2倍以上,可推认其为善意从事相反买卖之人。^①而另外一份判决则指出,“善意”系指不知该内部消息而言,从事相反买卖之人并无就该善意先举证之必要,内部交易行为人主张请求权人为恶意时,应就其恶意负举证责任。^②通过此举证责任之倒置,对原告更加有利。

我国台湾地区的法院均认为原告无须就其损失与内幕交易存在因果关系,只要是在内幕交易行为发生的当日“善意从事相反买卖之人”即推定因果关系的存在。对此,一份判决进行了阐明:重大消息之公开,将使股市巨幅震荡,不言而喻,亦将直接打击股市投资人,造成损失,因此推认原告之损害与被告之内线交易行为间存在因果

^① 台北地院2014年度重诉字第859号民事判决。

^② 板桥地院2014年度金字第6号民事判决。

关系。^①

内幕交易的危害性是一种客观存在,内幕交易给证券市场效率造成损失,影响投资者的信心。既然内幕交易确实造成了损害,那么在内幕交易行为与损害之间就一定存在因果关系。内幕交易使证券市场发生了财富转移,即外部股东的财富转移到内幕交易人手中。无论股票投资人的相反投资是基于自己的判断失误还是内幕交易的误导,内幕交易人于内幕交易中的暴利因相反投资人的财富向内幕交易人方向转移而得,则是不可置疑的客观事实。没有相反投资,内幕交易人的获利无法实现。当然,社会整体利益的损害需要借助于具体受害人的可见损害作为载体。^②在此大前提下,具体投资人的损失与内幕交易之间具有因果关系也就不言而喻了。因此,我国台湾地区推定因果关系的存在,也就有了充足的理论基础。

3. 惩罚性赔偿

在这些案件中,有6件案件原告获得了3倍赔偿。其概况如下:

(1)大颖集团财务主管甲某内线交易民事赔偿案。该案由“投保中心”代196名投资人提起诉讼,法院判决被告3倍赔偿,赔偿总金额高达新台币1533万元。

(2)薛某等3人内线交易民事赔偿案。原告人数共65人,被告为广大兴业的薛某、薛某儿子何某某及董事杨某某。法院判处了3倍赔偿,三被告须连带赔偿49位投资人共计新台币387.8万元。

(3)吕采某等人内线交易民事赔偿案。被告吕采某于2004年至2005年内线交易劲永国际股份有限公司之股票而获利,原告受损,法院判决吕采某等人应连带给付原告新台币1803元。虽为3倍赔偿,但数额太小,不敷诉讼成本。

(4)吕学某等3人内线交易民事赔偿案。原告为“投保中心”,代表2065名投资人。被告为讯碟科技股份有限公司董事长吕学某及其妻子陈慧某(也是该公司董事),以及陈慧某之兄长陈政某。板桥地方法院判决三被告给予投资人3倍赔偿,共计新台币3.7341亿元。

(5)吕学某等5人内线交易民事赔偿案。原告为“投保中心”,代表8429名投资人。被告为讯碟科技股份有限公司吕学某、陈慧某、陈政某,以及田某某、喻某某等5人。板桥地方法院判决5名被告给予投资人3倍赔偿,共计新台币26.77亿元。

(6)黄某某等19人内线交易民事赔偿案。原告为130名投资人,被告为顺大裕

^① 台南地院2014年度金字第2号民事判决。

^② 马新彦:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构建》,载《法学研究》2001年第6期。

公司袁某某、黄某某等 19 人,法院判决被告给予投资人 3 倍赔偿,共计新台币 5600 多万元。

我国台湾地区不问内幕交易人盈利还是亏损,以及获利多寡,只要存在内幕交易,而行为发生当日有善意从事相反交易者,均法律拟制出其应赔偿数额。资本市场具有放大效应,投资者的损失远远大于内幕交易人的获利,即使不施加惩罚性赔偿,纵使一倍赔偿也会使内幕交易人得不偿失,何况 3 倍惩罚性赔偿乎?因此,我国台湾地区民事赔偿对内幕交易的震慑力是巨大的,对投资者的赔偿功能也是足够的。吕学某等人的内幕交易先后被“投保中心”提起两起民事赔偿诉讼,上万名投资者获得赔偿共计新台币 31.5 亿元(折合人民币大约 6.5 亿元),远远高于内幕交易行为人的获利,而不拘泥于美国一些司法判例中所主张的以被告的获利为限。

(三)我国香港特别行政区内幕交易民事诉讼制度与经验

1. 市场失当行为审裁处对内幕交易的制裁

在我国香港特别行政区,内幕交易行为属于香港特别行政区《证券及期货条例》所规定的市场失当行为之一种,由市场失当行为审裁处(以下简称审裁处)审理。审裁处对香港特别行政区《证券及期货条例》所规定的市场失当行为具有管辖权,公开进行民事制裁程序,并向被判违法人士施加民事制裁。

审裁处对于市场失当行为,可以采取的制裁措施有:(1)吊销资格令(disqualification order);(2)冷淡对待令(cold shoulder order);(3)禁止令(cease and desist order),即“不得再作出构成该命令指明的市场失当行为”;(4)归入令(payment of an amount/disgorgement),即向政府缴付一笔款项,金额不得超过该人因失当行为而令他获取的利润或避损金额,这项措施相当于美国的“吐赃”制度;(5)支付诉讼费及调查费用(payment of legal cost and investigation expenses),即命令行为人向政府或证监会就有关研讯程序(to institute a proceeding)之相关开支,缴付一笔审裁处认为适当数额的款项;(6)建议采取纪律行动(disciplinary action),即当事人对审裁处的决定不服的,可以向上诉法庭上诉,再不服,可向终审法院上诉。

虽然审裁处所进行的研讯程序属于民事裁处程序性质,但由于其所做出的惩处具有刑事性质,所以案件的证据要求应该到达刑事程序的举证度,即“超越合理怀疑”(proof beyond reasonable doubt),而非民事证据要求之“高度可能”(a high degree of

probability)。^①

自2003年4月1日香港特别行政区《证券及期货条例》实施起至2012年年底,市场失当行为审裁处共审理了5件内幕交易案件。5起案件涉及内幕交易违法行为人14人,最终判决结果是10人成立内幕交易,3人不构成内幕交易,另外1人因开始审理之时正在其他地方服刑,不能给予适当的陈述机会,审裁处最终未进行实体认定。在构成内幕交易的10名行为人中,只有4名被裁定要将不法所得“归入”国库(“吐赃”),其余行为人都是传递消息而未交易或因自己管理基金等原因没有不法所得,没有“归入”。香港特别行政区证监会也没有像美国那样要求其所管理的基金吐出违法所得。^② 审裁处审理的案件虽被称为“民事制裁”,但由于没有相关的公平基金制度而将“吐赃”所得分配给投资者,因此,实际上这是一项行政制裁制度。

2. 民事损害赔偿诉讼

香港特别行政区《证券及期货条例》就内幕交易行为创设损害赔偿请求权,另提供民事救济途径。投资者可就因内幕交易所受损失,向一般法院提起民事诉讼请求损害赔偿。香港特别行政区《证券及期货条例》第281条与第305条均明文规定,内幕交易行为若造成他人损失,他人可以请求赔偿。该损害赔偿诉讼程序为一独立司法救济程序,与审裁处审理的“民事诉讼”程序以及律政司检控、一般法院审理的刑事程序无关,也不受“重复处罚禁止原则”之限制,更不因这两种程序的进行或停止而受任何影响。然而,自该条例实施至今,尚没有个案援用此项权利胜诉取得民事赔偿,甚至根本没有任何人根据该条提起任何民事损害赔偿诉讼,最终使其徒成具文。^③

舆论曾有“香港是内幕交易者的天堂”之称,此言虽过,但也反映了我国香港特别行政区对内幕交易打击得不够严厉。原因是多方面的,既有观念上的原因,即认为内幕交易的危害不是那么大;也有客观方面的原因,如我国香港特别行政区是国际市场,跨境交易、网络交易盛行,香港特别行政区证监会调查内幕交易复杂而困难;还有历史方面的原因,即我国香港特别行政区市场历史上以自律为主,香港交易所采用会员制,对会员利益的维护有时甚于公共投资者的利益,当然这也招致了不少批评。

① SFO, § 266.

② 李琦:《香港内线交易法之实证研究》,台湾交通大学科技法律研究所2012年硕士学位论文,第92~95页。

③ 同上文,第48页。

三、我国内幕交易民事赔偿诉讼制度的模式选择与难题破解

(一) 模式选择:我国台湾地区模式还是美国模式?

由于我国内地和香港特别行政区对内幕交易的打击均存在不足,因此都需要加以改进。而美国对内幕交易的打击力度较强,可成为我国建构内幕交易民事赔偿诉讼的借鉴。事实上,学术界在探讨我国内幕交易民事赔偿制度时,其基本主张可以分为两种目标模式:我国台湾地区模式和美国模式。

我国台湾地区模式的主张者认为,我国应建立内幕交易惩罚性民事赔偿制度,效法我国台湾地区,将集合竞价方式下当日、善意从事与内幕交易相反交易的投资人作为惩罚性赔偿请求权主体,以反向投资者的损失为基点,以内幕交易价格与消息公开后合理的时间内价格变化之间的差额为准计算可见损害,将惩罚性赔偿额限定在可见损害的 2~5 倍,并由法官根据个案的具体情况在此限度内决定合理的倍数。^① 美国模式主张者认为,我国应允许中国证监会或中国证券投资者保护基金公司或其他类似机构代受害投资起诉,追究内幕交易违法者的民事赔偿责任,同时建立投资者公平基金或内幕交易案件罚没资金专项基金制度,并将刑事罚金、行政罚款、没收的违法所得等款项归入该基金,并进而分配给受损的投资者。^② 这两种模式的主张都有其合理之处,但也存在偏颇之处,尚需深入探讨。

我国台湾地区模式实际上是刑事诉讼和民事诉讼的结合,即在民事诉讼中引入了惩罚性赔偿。我国台湾地区对内幕交易的打击,通常是没有行政处罚的,而大多数是在刑事诉讼结束后,以附带民事诉讼或独立提起民事诉讼的方式对内幕交易行为人进行民事诉讼。刑事诉讼解决了内幕交易调查难的问题,因果关系推定解决了投资者损害与内幕交易行为之间的因果关系证明难、举证难问题,惩罚性赔偿制度解决了诉讼激励不足的问题,“投保中心”的团体诉讼解决了分散的投资者起诉时的“集体行动困境”。因此,我国台湾地区的内幕交易民事诉讼能强有力地打击内幕交易行为,在构建我国相关制度时借鉴这一模式固无可,但此前论者忽略的是,借鉴此种模式后,如何解决内幕交易调查难的问题?而在我国目前的格局下,如无中国证监会

^① 马新彦:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构建》,载《法学研究》2001 年第 6 期。

^② 参见刘康喜:《证券内幕交易民事赔偿制度浅析——以行政责任、刑事责任与民事责任比较分析为视角》,载《中国证券》2013 年第 3 期;邢会强:《内幕交易罚没收入与投资者公平基金》,载《中国金融》2011 年第 3 期。

对内幕交易的查处,内幕交易刑事处罚几乎是难以推动的。没有了刑事处罚,民事诉讼虽不能绝对地说“皮之不存,毛将焉附”,但也可以说是难上加难,举步维艰。还应看到,我国台湾地区模式也并不是完美无缺的。首先,仅有刑事检控,由于其门槛较高,不免会产生众多的“漏网之鱼”。其次,制裁的滞后性问题。对此,我国台湾地区学者已有认识,并提出了要引入行政处罚机制:虽然我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第 28 条赋予“投保中心”,由 20 人以上受害投资人授予诉讼实施权后,以自己之名义提起团体诉讼,或可提高受害投资人提起民事赔偿诉讼之意愿。唯冗长的诉讼程序,仍使现行民事责任制度存在不足之处。相较之下,行政制裁具有处理迅速、成本低、证明度之要求不似刑罚严格的优点。在目前重刑化无法有效吓阻内线交易犯罪且民事责任制度无法充分发挥功能的情况下,我国台湾地区实有必要思考在现有民刑事责任之外,引进行政制裁制度,以弥补现行制度之不足。^①

美国模式实际上是嵌入于多元竞争的法律实施机制(以下简称执法机制)中,既有公共执法也有私人执法。在公共执法方面,主要有美国司法部的刑事控告、各州检察官的刑事检控,以及建立在 SEC 的行政调查基础上的行政程序和 SEC 民事诉讼程序并举,再辅之以吐赃制度、公平基金制度。在私人执法方面,主要是集体诉讼制度、衍生诉讼制度,当然,投资者以普通的民事诉讼程序对内幕交易行为人提起诉讼也并非不可——尽管现实中非常少见。在这些多元竞争的执法机制中,SEC 提起的民事诉讼数量最多。再加上 SEC 请求的民事罚款具有惩罚功能,民事罚款连同吐赃资金等一并归入了投资者公平基金,进而分配给了投资者,因此,这也弱化甚至替代了投资者自行或通过集团诉讼提起的民事诉讼。

但美国模式最大的问题,是对投资者的补偿效率较低。^② 这应该是可以,也必须予以容忍的。毕竟,投资者并没有付出行使权利的成本,而是在坐享权利行使的成果。若借助于集团诉讼制度——这可以说是目前世界范围内探索出来的最有效的解决分散的投资者对证券市场违法行为人进行民事诉讼的制度了——其得到的补偿率也不高,有 30% 左右的胜诉酬金支付给了律师。投资者如果连这 30% 的成本都不想付出,则其境况就只能是如我国目前这样,其损失几乎是 100%。因此,如果我国的投

^① 郭大维:《论我国证券市场内线交易行政制裁法制之建构》,中国文化大学法学院财经法研究中心学术研讨会,台北,2012 年 11 月 9 日,第 2 页。

^② See Verity Winship, “Fair Funds and the SEC’s Compensation of Injured Investors”, *Florida Law Review*, 2008, p. 1114. 转引自汤欣、谢日曦:《美国证券执法中的公平基金:问题与出路》,载《国际化视野下的金融创新、金融监管与西部金融中心建设》,法律出版社 2013 年版,第 485 ~ 494 页。

资者公平基金对投资者的补偿率能达到或者超过70%,或者中国证监会或其他类似机构追讨回的赔偿能够将其中的70%以上分配给投资者,这就是一项非常理想的制度了。

因此,我国内幕交易民事诉讼制度构建的目标模式,实际上同美国模式是一致的,即建立以公共执法机构代投资者追讨损失为主,其他机制为辅的多元化救济渠道。其要点如下:(1)中国证监会应继续在其内幕交易稽查执法中发挥积极作用,进行调查取证。舍此,投资者的索赔便没有保障。依靠投资者自己或其律师,或者公安、检察机关调查取证是不现实的。(2)对于查证属实的内幕交易,达到刑事立案标准的移送公安和检察机关,达不到刑事立案标准的,由中国证监会作出行政处罚。(3)建立投资者公平基金或内幕交易案件罚没资金专项基金制度,并将刑事罚金、行政罚款、没收的违法所得等归入该基金,并分配给受损的投资者。^①(4)允许投资者同时进行民事诉讼,包括以自己名义起诉、以公司名义进行的衍生诉讼(股东代表诉讼)和集团诉讼。(5)引入证券集团诉讼机制,重点是引入胜诉酬金制和声明退出制(opt-out)。(6)引入内幕交易惩罚性赔偿制度,允许起诉的投资者获得超过其所受损害的超额赔偿。

(二) 难题破解

以中国证监会为主的打击内幕交易模式,与投资者公平基金制度相配合,能有效发挥打击现有违法者,威慑潜在违法者,以及补偿受害投资者,修复违法行为人与受害人之间关系等多重功能,但这种公共执法模式也有弊端。由于执法部门与执法对象之间具有千丝万缕的联系,执法者考虑到日后在执法对象内就业的可能与好处,可能会对执法对象网开一面,在证券执法过程中这一现象尤为突出。同时,公共执法部门在执法中如果遭遇败诉或者失败还会有损自己的形象与权威。这些因素共同促使公共执法部门在执法中存在相机而动甚至不作为现象,^②而内幕交易民事赔偿制度可

^① 汤欣教授对公平基金的实效提出了质疑,参见汤欣、谢日曦:《美国证券执法中的公平基金:问题与出路》,载郭锋、周友苏主编:《国际化视野下的金融创新、金融监管与西部金融中心建设》,法律出版社2013年版,第485~494页。汤欣教授的观点主要是针对一般领域而非个别领域的公平基金制度,并认为整体而言,从目前的实践看,美国公平基金制度只能给集团诉讼当“绿叶”。但笔者经过深入研究后发现,在内幕交易这一个别领域,由于不存在投资者自己赔偿自己的“循环困境”,以及美国的经验证明其赔偿绩效高于集团诉讼,因此,内幕交易公平基金制度优越于内幕交易民事诉讼制度。但我国的公平基金制度应吸取美国的教训,注意吸收投资者的参与,增强对基金分配过程的监督,赋予异议者以寻求救济的权利。参见那会强:《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,第247~261页。

^② 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。

以避免公共执法的弊端。因此,即使我们已经选择了以中国证监会处罚为主,投资者公平基金制度相配合的打击内幕交易模式,也不能因此而忽略了普通的内幕交易民事诉讼机制的疏通,更不能因此而为民事索赔诉讼设置“前置程序”等不合理的障碍。^①多元竞争、公私兼顾的法律实施模式的要义是,为各种法律实施机制、各种纠纷解决机制扫清法律障碍,允许其在公平的基础上自由竞争,赋予当事人自主选择维权渠道,而不是以“家长主义”事先替投资者做出“最佳选择”。

我国选择以中国证监会为主的内幕交易查处和处罚模式,解决了该类案件调查难点问题。而对于内幕交易民事诉讼中的因果关系证明难、举证难问题,则可以借鉴我国台湾地区的做法,通过修改《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)或制定司法解释,进行因果关系推定,只要是当日、善意进行反向交易的投资者,均推定其损失与内幕交易行为存在因果关系。被告要想否认该因果关系的存在,必须举证证明其损失是由其他因素造成的。再加上内幕交易惩罚性赔偿制度的“火上浇油”,势必会激励更高的投资者提起民事诉讼,有效遏制和阻吓内幕交易。

(三) 中证中小投资者服务中心的作用

在证券市场内幕交易民事诉讼中,中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)可以充分发挥其作用。这就是,投服中心可以代替投资者向内幕交易行为人提起民事诉讼,追讨损失,并将追得的损失分配给受害的投资者;如有剩余,则归入内幕交易公平基金。在民事诉讼法上,这属于“诉讼担当”。如果《证券法》能够赋予投服中心以代替投资者起诉的法定权力并采取“选出”(opt-out)规则,则这就属于“法定的诉讼担当”。倘如此,则更有利于打击和威慑内幕交易,更好地保护投资者的权益。

^① 所幸该类前置程序已经被取消。