

探索证券内幕交易投资者 损害救济的新路径*

窦鹏娟**

摘要:民事诉讼是投资者补救损失的常规路径,投资者须证明存在因果关系,这是常导致投资者诉讼失败的关键因素。推定因果关系有利于减轻投资者证明负担,但会因无限制地扩大因果关系范围引起滥诉风险。平安证券开创的投资者补偿专项基金展示了非诉机制在补偿投资者方面的良好效果,但是这一方法并不能完全套用。美国 SOX 法案下的行政分配程序为我国补救内幕交易投资者损失提供了新思路。由证券监管部门主导,将内幕交易违法所得或特定情况下的罚款按一定方案分配给适格投资者,是实现投资者损害救济的可行路径。

关键词:投资者 内幕交易 民事诉讼 因果关系 行政分配补偿

2013 年 8 月 16 日上午 11 时许,上证综指在短

* 本文受中央高校基本科研业务费专项资金资助(项目编号:2012106010207)。

** 武汉大学法学院 2011 级经济法博士研究生。

短几分钟内突然上涨超过5%，中石油、中石化、工商银行、中国银行等权重股均触及涨停。^{〔1〕}为数不少的投资者（主要是个人投资者）在不明就里的情况下，以为这是重大市场利好的信号，因而纷纷跟风建仓、高位接盘。之后，经中国证监会调查，“引起沪深300、上证综指等大盘指数和多只权重股短时间大幅波动”的原因，是由于光大证券在进行ETF申赎套利交易时，因策略交易系统程序错误巨额买单入市。根据中国证监会的调查结果，光大证券在异常交易事件发生之后、信息依法披露之前，卖空IF1309、IF1312股指期货合约共计6240张，获利7414万元。同时转换并卖出180ETF基金2.63亿份、50ETF基金6.89亿份，规避损失1307万元。两项交易获利与避损合计8721万元。根据我国《证券法》和《期货交易管理条例》相关规定，中国证监会认定光大证券上述交易行为构成内幕交易，除作出了严厉的行政处罚、行政监管和市场禁入措施之外，还专门提出了投资者因光大证券内幕交易受到损失的，“可以依法提起民事诉讼要求赔偿”。^{〔2〕}那些在光大证券“8·16”事件中遭受损失的投资者，在挽回损失方面似乎看到了一丝希望。然而，期望通过民事诉讼获得损失赔偿的先例在我国不是没有过，最终要么以原告撤诉而了结，要么以投资者败诉而告终，这次的光大证券内幕交易事件投资者是否会迎来一个不同的结果？又或者，证券内幕交易的投资者损失可以尝试从其他途径获得补偿？

一、问题的提出：证券内幕交易民事赔偿遭遇零胜诉

内幕交易是各国证券市场共同面临的痼疾。尽管我国《证券法》第73条作出了“禁止内幕交易”的明确规定，但是源于可能带来的巨大利益以及人们内心深处的侥幸心理，使内幕交易行为总是屡禁不止

〔1〕 中国证监会：“中国证监会关于光大证券自营交易异常情况的通报”，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201308/t20130818_232787.htm，2013年9月19日访问。

〔2〕 中国证监会：“光大证券异常交易事件的调查处理情况”，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201308/t20130830_233365.htm，2013年9月10日访问。

并成为各种证券违法行为中最为典型的一类。近年来,我国证券市场的内幕交易活动呈现高发态势,损害投资者利益的情况时有发生。笔者统计了中国证监会网站公布的自2013年1月以来的27例行政处罚决定书,其中的14例都是关于内幕交易行为的,约占同期证券违法行为的51.9%。

内幕交易不仅是对证券市场公共利益的破坏,也会给相关投资者的私人利益造成一定损害。因此,我国《刑法》第180条规定了内幕交易犯罪及其处罚标准,《证券法》第202条也对内幕交易的行政责任以及处罚方法进行了规定。相比之下,《证券法》第76条第3款和第232条对于内幕交易造成相关投资者损失的民事责任及其赔偿问题的规定则显得十分简陋。^[3]内幕交易的行政和刑事案件虽时有发生,而民事诉讼案件却极为少见,不少内幕交易案件虽然在行政或刑事处理之后都出现了投资者要求赔偿的问题,但最终多以法院不予受理而不了了之,迄今为止笔者已知的证券内幕交易民事诉讼案件仅有3起。

(一) 股民陈某某诉陈建良内幕交易损害赔偿案

2007年4月,中国证监会认定新疆天山水泥股份有限公司原副总经理陈建良利用内幕消息和所控制的资金账户、下挂账户从事内幕交易,对其作出罚款20万元的行政处罚并禁入证券市场5年。随后,广州股民陈某某起诉陈建良,原因是原告正是在被告进行内幕交易期间买卖股票导致了相应的投资损失,故要求被告承担侵权民事责任,赔偿经济损失。该案获南京市中级人民法院立案受理,被称之为“中国内幕交易民事赔偿第一案”。^[4]作为“第一,”该案自然受到了理论和实务界的热切关注,然而遗憾的是,原告最终却以突然撤诉宣告了这一案件的终结。

(二) 股民陈某某诉潘海深内幕交易损害赔偿案^[5]

2008年3月,中国证监会对大唐电信科技股份有限公司原董事潘

[3] 《证券法》第76条第3款的规定是“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”;第232条的规定是“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付的,先承担民事赔偿责任”。

[4] 参见侯捷宁:“内幕交易民事赔偿第一案获受理”,载《证券日报》2008年8月4日第A01版。

[5] (2009)一中民初字第8217号。

海深涉嫌内幕交易行为在进行了立案调查和审理之后,认定潘海深构成证券内幕交易,对其作出了罚款3万元的行政处罚。2009年,投资者陈祖灵起诉潘海深内幕交易要求被告对其投资损失进行赔偿。该案获北京市第一中级人民法院立案受理。原告提出,自己正是在被告内幕交易期间买入或持有大唐电信股票造成了相应的投资损失,故请求法院判令被告向原告承担因内幕交易引起的侵权赔偿责任。法院经过审理认为,原告陈祖灵投资股票的经济损失与潘海深卖出股票的行为之间不存在因果关系,因而被告对原告的经济损失无须承担民事赔偿责任。

(三) 股民李某等诉黄光裕内幕交易损害赔偿案

与上述2起案件相比,股民诉黄光裕内幕交易案更具典型性。2008年11月19日,国美电器前主席黄光裕因涉嫌操纵中关村及*ST金泰股价被公安机关调查。2010年,法院认定黄光裕犯非法经营罪、内幕交易罪、单位受贿罪,三罪并罚,判其有期徒刑14年,罚金6亿元,没收财产2亿元。随后,针对黄光裕内幕交易行为的民事诉讼接踵而来。2010年9月,股民李某对黄光裕等人提起内幕交易民事诉讼,索赔金额仅具有象征性的155元。2011年1月,北京市第二中级人民法院受理了此案。后来李某将索赔额提高到89万元,另一股民吴某同时也对黄光裕提起民事诉讼要求赔偿。经过长达近2年的审理,法院终于作出判决认为原告的投资损失系系统风险和自身判断失误所致,与被告黄光裕的内幕交易行为之间不存在因果关系,因此驳回两名原告的诉讼请求,被告黄光裕对两原告的投资损失无须承担赔偿责任。^[6]

3起内幕交易民事诉讼,1起以原告撤诉宣告结束,另外2起皆以投资者败诉而告终,这就是我国证券内幕交易民事赔偿诉讼的当前记录。随着中国证监会对光大证券“8·16”事件的定性和处理决定的作出,部分受该事件影响的投资者已经开始启动民事诉讼程序。例如,广东投资者郭某向广东番禺区法院起诉光大证券,但已被法院裁定不予受理;上海投资者李某也向上海市静安区法院提起诉讼,被告知由于案

[6] 参见“股民诉黄光裕内幕交易案败诉 黄光裕无需赔偿”,载 <http://finance.qq.com/a/20121220/003662.htm>,2013年9月28日访问。

件较为复杂,法院系统内部正在进行沟通研究,是否立案受理尚需一段时日。当然,中国证监会的行政处罚决定书尚未公布,投资者提起民事诉讼的最佳时机还没有到来。但是从先例来看,投资者获得胜诉的可能性实在不容乐观。

二、证券内幕交易民事责任的因果关系及其认定障碍

按照侵权责任法的基本理路,内幕交易民事责任的承担须满足四个条件:存在内幕交易行为;内幕交易行为给投资者造成了经济损失;投资者的经济损失与行为人的内幕交易存在因果关系;内幕交易行为人具有主观过错。在我国,投资者提起内幕交易等民事诉讼须以相应的行政处罚或刑事判决作为前置程序。因此,获得法院立案受理的内幕交易民事诉讼的原告,无需就是否存在内幕交易行为以及行为人是否具有主观过错再行证明。投资者遭受经济损失的事实(不包括损失大小)也不难证实,因此内幕交易民事诉讼的关键和难点就在于因果关系的认定方面。以往案例也证实了这一点。

基于侵权行为,受害者在追究损害赔偿时必须严密地证明加害行为是损害发生的原因,也即,受害者如果事前知道事实真相,他将不会从事交易,也就不可能造成损失。^[7]就一般侵权行为而言,按照上述逻辑进行因果关系的证明并不存在太大问题,但证券交易的特殊性使就内幕交易行为造成的投资者损失进行因果关系的证明却相当困难。

(一) 证券交易的特殊性与内幕交易因果关系的证明困境

1. 投资者难以证明致其损失的交易对手方是内幕交易行为人

证券交易以计算机网络技术为基础,通过集合竞价和连续竞价在交易所主机的撮合下使并不直接接触的交易双方达成交易。在这样一种匿名交易的方式下,将证券交易的买卖双方一一对应以确定受害投资者的交易对手就是内幕交易的行为人,显然存在技术上的困难。

[7] 参见冯果:“内幕交易与私权救济”,载《法学研究》2000年第2期。

2. 投资者难以证明自己是内幕交易行为的受害者

在同一时间内,通过交易所交易系统进行交易的人数众多,交易迅速且成交量大,内幕交易行为发生在一定时段内,在这一时段内与内幕交易者进行反向交易且发生投资损失的交易者数量不在少数,确定其中哪些属于内幕交易行为的受害者并不容易,投资者难以提出有效证据证明自己就是内幕交易行为的受害者。

3. 投资者难以证明损失确系内幕交易行为所致

投资者一般根据自己的判断做出投资决定,按照“买者自负”原则承担投资风险,但是,影响证券市场价格的因素是十分复杂的,某个因素的变动可能会引起一系列的连锁反应最终导致证券价格波动,因此投资者的损失是否确系内幕交易行为而引致的确不易分辨更不易证明。^[8]

(二)内幕交易民事责任因果关系认定的一个学说上的障碍——相当因果关系说

因果关系本是一个纯粹事实性的关系,可以按照自然科学方法进行考察,^[9]当其被引入法律用于影响责任之分配时便具有了法律性。法律上因果关系之实质便是以事实上的因果关系为基础按照一定的取向对责任予以限制。事实上的因果关系所关注的是,作为事实被告是否是原告损失之原因;而法律上的因果关系所关注的是,作为法律被告是否应对其事实上造成的损害承担责任。^[10]我国法院对于投资者提起的内幕交易民事诉讼的审理,也是按照这种两步走的方式进行的:首先确定原告损失与被告内幕交易行为之间是否存在事实上的因果关系,然后根据对事实因果关系的认定结果以《证券法》第73条和第76条第3款为依据判定被告是否承担赔偿责任。然而问题就在于投资者往往无法就事实上的因果关系进行证明,于是法院便会认定因果关系不成立。

[8] 参见杨峰:“美国、日本内幕交易民事责任因果关系比较研究”,载《环球法律评论》2006年第5期。

[9] 当然此类方法在许多场合也会无能为力并产生成本问题,如对于证券内幕交易行为与投资者损失之间的因果关系事实即是如此。

[10] 参见叶金强:“相当因果关系理论的展开”,载《中国法学》2008年第1期。

以上是以相当因果关系理论判定证券内幕交易民事责任因果关系的大致逻辑。相当因果关系最初由德国学者 Johnn von Kries 提出,后成为德国私法中的主流理论并在瑞士、法国、奥地利等国受到追随并引起深入讨论。^[11] Kries 认为,满足两个条件即可构成相当性的原因:一是该事件必须是造成损害的不可欠缺的条件;二是该事件实质上显著地增加了损害发生的客观可能性。^[12] 尽管相当因果关系说也遭到了不少批判,但该学说对于实践还是有着深刻的影响。证券内幕交易民事责任因果关系的成立与否,按照相当性理论,就是要判断内幕交易行为是否是造成投资者损失的必不可少的条件,以及这一行为是否显著地增加了投资者遭受损失的客观可能性。

1. 关于内幕交易行为是投资者遭受损失的必要条件

投资者的证明是法院认定的前提。对于投资者而言,要证明违法者的内幕交易行为是导致自己遭受投资损失的必不可少的条件,即是要证明如果没有内幕交易行为的存在,则不会产生投资损失。事实上,这在证券交易活动中根本就是一个伪命题。证券投资本就是一种风险活动,可能引起投资者损失的原因是多方面的,损失原因的多样性正好成为被告以及法官反驳原告的重要理由,因为原告作为投资者的确不可能保证在没有内幕交易行为的情况下自己一定不会产生投资损失。

2. 关于内幕交易行为显著地增加投资者损失的客观可能性

对于内幕交易行为是否显著地增加了投资者遭受损失的客观可能性,这一点的证明也十分不易。证券交易中投资者遭受损失多数情况下是多因一果的事件,在众多原因中剥离出内幕交易行为对造成投资者损失的可能性及其影响的大小,这在技术上来说显然是行不通的。因此在学术上,国外有学者就认为内幕交易行为对投资者的损失并没有显著的影响。例如,美国杜克大学的 Cox 教授就提出“内幕交易对于投资者而言最多只是个偶然事件,因为在发生内幕交易的情况下投

[11] Ernst von Caemmerer, *Das Problem des Kausalzusammenhangs im Privatrecht*, Freiburg; Hans Ferdinand Schulz Verlag, 1956, S. 5. 转引自叶金强:“相当因果关系理论的展开”,载《中国法学》2008年第1期。

[12] 参见叶金强:“相当因果关系理论的展开”,载《中国法学》2008年第1期。

投资者的境遇并不比没有发生内幕交易变得更糟糕”。^[13]

按照相当因果关系的逻辑来证明和认定证券内幕交易民事责任因果关系,极有可能得出这样一个结论:内幕交易行为与投资者的损失之间通常不存在因果关系。^[14]这也是司法实务中法官一般性地判定投资者的损失非因内幕交易行为而引起,故行为人不必承担民事赔偿责任的原因。

诚然,在内幕交易行为发生的时段内恰好遭受损失的投资者未必都是真正的受害者,但也不能轻易地否定在这一群体中存在内幕交易行为的实际受害者。如果因为证券交易的特殊性,以及理论学说上的局限,让潜在的受害者克服几乎不可能实现的技术难题去证明事实因果关系的存在,那么无疑有失法律的公平性。于是,要么转换内幕交易民事责任因果关系认定的传统模式,要么舍弃民事诉讼为内幕交易投资者补偿另辟蹊径,就成为挽救投资者内幕交易损害赔偿败局的核心要领。

三、证券内幕交易投资者补偿:探索民事诉讼之外的其他路径

法院对因果关系成立与否的认定是诉讼成败的关键。为了缓解因果关系认定上的困难,法律上不仅可以设立立法推定,也可以借助司法推定,即事实推定。在英美、德国、日本以及法国,这种推定都普遍存在。^[15]在证券内幕交易民事诉讼中,有些国家在因果关系的认定问题上就采取了因果关系推定这种模式的转换。

(一)内幕交易民事责任因果关系认定的模式转换——推定因果关系及其批判

根据传统的证明责任理论,主张内幕交易行为对自己造成了损害

[13] James D. Cox: Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the “Chicago School”, 1986 Duke L. J. 628 (1986).

[14] 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。

[15] 参见叶名怡:“医疗侵权责任关系中因果关系的认定”,载《中外法学》2012年第1期。

的投资者须承担因果关系的举证责任,而且须就此进行直接和确切的举证,否则对方将不承担民事责任。但是由于绝大多数证券内幕交易行为的隐蔽性以及交易本身的特点,内幕交易行为与投资者受到损害之间的因果关系并不明确,将严密的证明责任加诸于受害者,要求其证明内幕交易行为与损害之间存在的相关关系,这在现实中几乎是不可能完成的事情。因此,为了减轻受害者的证明负担,美国改变了其证券欺诈类民事责任因果关系的认定模式。

根据美国《1934年证券交易法》第10b条和SEC规则10b-5,原告如提起证券欺诈民事诉讼,须证明存在信赖和因果关系,即原告是基于对被告的信赖从事交易因而受到了损失。在司法实践中,原告对于信赖的证明义务通常被转化为证明被告负有信息披露义务以及未公开信息的重要性,也就是说,只要被告负有披露义务而未公开重要信息,法院就会认定满足了因果关系条件。^[16] 20世纪80年代初,在著名的Basic Inc. v. Levinson案中,美国联邦最高法院确认了“市场欺诈理论”(fraud-on-the-market theory)。依据该理论,信息披露义务人如对信息的披露不真实、披露误导性信息、信息披露不完整,或者在交易时未披露信息,从而影响了证券价格的真实性,则构成对证券市场上从事交易的所有其他投资者的间接欺诈。投资者若因此提出索赔,则无须举证证明其交易损失是源于对被告欺诈行为的信赖,法院将会推定这种信赖的存在,并继而推定因果关系成立。

因果关系推定发端于环境侵权领域,其特定内涵是指对于某种表见事实发生损害,即推定损害与这一事实存在因果关系,受害人无需就此进行证明,即可对表见事实之行为提出损害赔偿请求,行为人如能反证损害与事实无关,则可免于承担赔偿责任。^[17] 美国在1998年《证券交易法》修改时正式确立了推定因果关系。根据该法第20条,原告只要是内幕交易行为人的同时交易者(contemporaneous traders),则无需证明因果关系的存在,法律将确认原告损失与内幕交易行为之间的因

[16] 参见郭峰:“内幕交易民事责任构成要件探讨”,载《法律适用》2008年第4期。

[17] 参见邱聪智:《民法研究》,中国人民大学出版社2002年版,第225页。

果关系。^[18] 建立在“市场欺诈理论”基础上的推定因果关系,使内幕交易因果关系的证明不再那么不可企及,极大地提高了投资者作为原告在内幕交易民事赔偿诉讼中获得胜诉的机会。因此,国内不少学者以及实践工作者建议在证券内幕交易民事诉讼中改采推定因果关系。日本在2004年修订证券交易法时借鉴了美国的做法,对证券发行人虚假陈述与投资者损失之间的因果关系采取推定的方式加以认定,但并不适用于证券内幕交易行为。^[19] 推定因果关系在证券内幕交易民事诉讼中的适用其实并不那么完美。

推定因果关系按照“市场欺诈理论”转换了证券内幕交易民事责任因果关系的认定模式,的确对于潜在受害者是有利的,但是反过来对于内幕交易者则极为不利。证券内幕交易因果关系的认定因此不可避免地陷入了这样一种局面:要么采取受害者证明、法院认定的方式使之内幕交易者;要么采取受害者不必证明、法院推定的方式有利潜在受害者。无疑,这两种结果都不是法律真正追求的公平正义。采取因果关系推定,在一定程度上将会无限制地扩大因果关系的范围,在我国证券市场内幕交易事件频频发生的情况下,很有可能造成内幕交易民事赔偿诉讼的泛滥。^[20] 或许,我们可以尝试转换思路,绕开因果关系的证明难题(或者至少使这种证明不必如此严格),摆脱对证券内幕交易民事诉讼的依赖,从其他路径实现投资者的损失补救。

(二) 非诉机制投资者损失补偿的一个有益尝试:万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金

2013年3月2日,万福生科发布自查公告承认存在虚假收入事实。后经中国证监会调查,万福生科董事长被移交司法机关。作为万福生科保荐人的平安证券,受到了暂停保荐资格、没收业务收入、并处两倍罚款的行政处罚。之后,平安证券主动宣布成立3亿元万福生科虚假

[18] 参见杨峰:“美国、日本内幕交易民事责任因果关系比较研究”,载《环球法律评论》2006年第5期。

[19] 参见黄铭杰:“日本最近证券交易法修正对我国之启示——以行政及民事责任规范改革为中心”,载《现代公司法制之新课题》,元照出版有限公司2005年版,第623页。

[20] 参见杜文俊:“内幕交易民事赔偿的实体问题研究”,载《社会科学》2003年第10期。

陈述事件投资者利益补偿专项基金(以下简称万福生科补偿基金),这是我国 A 股市场成立以来的首例投资者损失先行补偿案例。平安证券委托中国证券投资者保护基金有限责任公司作为基金管理人,负责基金的日常管理及运作,经过为期 2 个月的网签、申报和补偿工作,95% 以上的适格投资者与平安证券达成了有效和解,平安证券对获得和解的适格投资者支付的补偿金额为 178,565,084 元,占应补偿总金额的 99.56%。在补偿存续期结束后,平安证券还设立 2 个月的后续补偿期,对在存续期内未获得补偿的适格投资者提供与专项补偿基金补偿方案等量的补偿金。^[21]

作为投资者损失补偿路径的一种全新尝试,万福生科补偿基金也经历了从一开始的备受质疑到最后被普遍认可的过程。补偿工作方案在刚开始时曾遭遇不少法律专业人士的异议,也有相当一部分投资者明确表示不接受和解拟提起诉讼或者对补偿持观望和迟疑态度。但是随着补偿工作的逐步推进和人们对补偿方案的深入了解,万福生科补偿基金开始得到社会各界的肯定,绝大多数的投资者也欣然选择接受补偿。应该说,作为 A 股市场上首例先行补偿投资者损失的案例,万福生科补偿基金基本实现了全面充分补偿投资者的目标,在我国开辟了投资者权益保护的新途径。万福生科补偿基金最大的创新在于,它将司法实务中复杂的责任认定与划分等问题暂且搁置一旁,对符合条件的投资者的损失进行先行赔付,从而使投资者免于诉累,低成本、高效率地得到实际赔偿。^[22]

万福生科补偿基金为我们提供了一种证券市场投资者损失补救的新思路。当然,这一案例有它的特殊性,对于内幕交易案并不完全适用,最根本的原因就在于违法者通常会拒绝承认其内幕交易行为与投资者损失之间的相关性,存在于内幕交易民事诉讼中的障碍同样会成为违法者拒绝补偿的理由。据悉,对于光大证券“8·16”事件的具体

[21] 参见彭洁云:“万福生科补偿基金收官”,载《第一财经日报》2013 年 7 月 11 日第 A13 版。

[22] 参见申屠青南:“全面充分补偿投资者目标基本实现”,载《中国证券报》2013 年 7 月 3 日第 A01 版。

赔偿事宜,光大集团已经拒绝专门设立投资者补偿基金。^[23] 尽管万福生科补偿基金的套路难以直接应用于证券内幕交易案,但是它至少无可辩驳地显示了通过民事诉讼以外的其他路径实现投资者损失补救的良好效果。对于证券内幕交易案件,我们恐怕还要沿着这样的思路作进一步的探索。

(三) 投资者损失补偿行政分配程序——来自美国 SOX 法案的启示

2002年,美国颁布了旨在提高公司信息披露准确性和可靠性、保护投资者利益的《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act,以下简称SOX法案)。该法案在投资者保护方面的一大创举,就是设立了公平基金(Fair Fund)。SOX法案第308(a)条明确规定,SEC拥有利用违法者“吐出”的非法所得和特定情况下的罚款建立公平基金并对投资者进行补偿的权力。也就是说,SEC在补偿投资者方面扮演了一个重要角色,它可以在特定情况下将罚金分配给欺诈受害者。^[24]事实上,在SOX法案实施之前,SEC就开始将证券欺诈者吐出的非法所得(disgorgement)分配给受害投资者,分配程序是在SEC的主导下完成的,与SEC对证券欺诈行为的调查与处罚结合在一起。当然,作为监管机构,SEC收集并分配罚金的做法或许在法理上还有待论证,如何实现罚金的公平分配对于SEC来说恐怕也是一个考验。但是,如果能通过这种行政分配程序起到弥补投资者损失,同时也能对违法者予以惩戒和威慑的双重作用,那么分配公平性的欠缺也是可以容忍的瑕疵。因为,不同于诉讼机制下的民事赔偿,这种行政程序毕竟只是一种补偿投资者损失的办法,投资者的全部损失可能无法通过这种程序得到完全弥补,它的意义主要在于安抚投资者,平复市场情绪,避免投资者对证券市场失去信心。

当前,我国证券侵权民事诉讼制度还相对滞后,投资者面临着起诉难、举证难、执行难以及获赔有限等现实问题,即使胜诉,投资者也极有

[23] 参见杨国英:“光大为何拒绝设立投资者补偿基金”,载新京报网,<http://www.bjnews.com.cn/finance/2013/09/03/281483.html>,2013年9月28日访问。

[24] See Barbara Black: Should the SEC be A Collection Agency for Defrauded Investors, *The Business Layer*, 317, Vol. 63. No. 2 (February 2008), pp. 317-346.

可能遭遇无钱可赔的境况。^[25] 因此,借鉴美国做法,利用行政罚没款建立投资者补偿基金未尝不是实现投资者损失补救的一种办法。相比于民事诉讼,尤其对于缺失集团诉讼制度的我国而言,行政分配补偿程序在补救投资者损失方面显得更为简便和富有成效。不少国家对于内幕交易等证券违法行为的制裁都强调行政处罚的力度,也力图在行政程序上有所创新。例如,欧盟国家就引入了“民事(行政)机制”来简化程序和降低证明标准。这种机制将原本由受害者提起的民事诉讼改为由监管机构作出行政处罚,违法者须缴纳罚金。^[26] 当然,通过行政分配补偿程序来实现内幕交易行为受害者的损失补救,绝不是要完全取代内幕交易民事诉讼,更不是要剥夺投资者提起民事诉讼的权利,投资者如不愿通过该程序接受补偿,仍然可以提起民事赔偿诉讼。行政分配补偿程序只是民事诉讼的一种替代性途径,是从便利投资者的目的出发,使投资者从证明内幕交易因果关系的沉重枷锁中解脱出来,为那些真正受到内幕交易行为损害的投资者开辟一条损失补救的新路径。

四、我国证券内幕交易行政分配补偿程序的可行性分析

在证券监管部门的主导下,通过行政程序将内幕交易违法所得或罚金分配给适格投资者,这种办法固然可以实现补偿投资者损失的目的,但在我国是否具有实行的现实条件,还需要进行认真的分析。

(一) 行政罚没款能否作为投资者补偿的资金来源

根据我国《证券法》第202条之规定,行为人从事内幕交易将受到“没收违法所得”,“并处违法所得一倍以上五倍以下的罚款”,如果没有违法所得或违法所得不足3万元的,将被处以3万元以上60万元以下罚款。“单位从事内幕交易,还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人给予警告,并处3万元以上30万元以下的罚款。”没收违

[25] 参见李巍、丁菲:“用行政罚没款建立投资者补偿基金”,载《中国证券报》2013年3月9日第A03版。

[26] 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。

法所得和罚款是内幕交易行为行政处罚的基本方式。按照我国《行政处罚法》的要求,行政罚没款须全部归入国库,“任何行政机关或者个人不得以任何形式截留、私分或者变相私分”,“财政部门不得以任何形式向作出行政处罚决定的行政机关返还罚款、没收的违法所得”。^[27]因此,将行政罚没款作为投资者补偿资金,目前来看存在着法律上的障碍。

我国《证券法》第 232 条规定:“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任。”这体现了法律对于投资者保护和民事责任优先的精神。然而源于内幕交易等证券违法行为民事诉讼存在的前置程序,在行政处罚和刑事判决未作出之前,受害的投资者不能提起民事诉讼,而行政处罚在送达之后就立即生效,违法者须在收到行政处罚决定书 15 日内将罚没款缴纳到中国证监会的账户上,由银行直接上缴国库。这就使《证券法》第 232 条民事责任优先的规定徒流于形式,现实中根本无法实现违法者“先承担民事责任”,受害的投资者极有可能在民事诉讼中(即使胜诉后)面临无钱可赔的境地,因为证券监管部门已经先于诉讼程序没收了违法所得并处以高额罚款。那么,投资者补偿的资金究竟应该从哪里来?其实,考察行政罚没款的属性,我们会发现将其作为投资者补偿的资金来源是符合逻辑的。

行政罚没款包括违法所得和罚款两部分。在证券违法行为中,我们所说的没收违法所得,按照美国 SOX 法案第 308 条,相当于 SEC 要求违法行为人“吐出”违法所得,而这“吐出”的违法所得将由 SEC 分配给受害投资者。“吐出”意味着 SEC 通过这一程序使违法者的财产恢复到未因违法行为获利之前的状态,这一词本身就隐含了将要返还的意思。相比之下,我国《证券法》上使用的“没收”一词,从根本上就决定了违法所得将被归入国库不能用来返还受害投资者。对此,有学者主张用“追缴”来代替“没收违法所得”,以避免和《行政处罚法》中

[27] 参见《行政处罚法》第 53 条第 2 款之规定。

的“没收”混淆。^[28] 笔者以为这种处理思路是可以考虑的。证券欺诈的违法所得,不过是违法者通过扭曲价格发现机制,诱使其他投资者作出错误的投资决策,从而剥夺其他投资者的合法财产。证券监管部门所没收的违法所得,不过是其他投资者的损失。将其返还给因此而受损的投资者,符合“取之于投资者返还于投资者”的基本逻辑。如果要作为国库收入,则相当于将本应属于证券市场投资者的财产变成了国家财富,投资者受损的境况并不会因此而得到改善,相反可能会因为没收的违法所得或罚款使投资者无法获得充足的补偿资金因而使其境遇更加恶化。^[29] 从现实出发,将违法所得分配给投资者能够在很大程度上提振投资者对证券市场的信心,真正使投资者感受到证券市场保护投资者的决心,这显然要比充盈国库具有更强的实际意义。

当然,内幕交易行为并不绝对使行为人获利,在没有违法所得的情况下,投资者补偿的资金从何而来? 笔者认为这时需要将违法者的罚款或者其中的一部分拿出来,作为补偿投资者的资金来源。一般来讲,证券监管部门对于证券违法者的罚款力度是相当严厉的,罚款通常具有惩罚、威慑和阻吓的作用。在违法者的内幕交易行为未产生获利,对违法者的罚款应该替代违法所得在一定程度上发挥补偿投资者的功能。这是因为,尽管违法者没有因为内幕交易行为获利,但是并不表示其行为对相关投资者没有造成影响,只要投资者因为内幕交易行为而遭受了实际损失,那么这种损失就应当通过一定的程序得到填补。违法者如能像平安证券那样主动拿出资金设立投资者补偿专项基金,那么自然无须再动用对违法者的罚款。但是多数时候受到行政处罚或刑事处理的内幕交易违法者都不会主动补偿投资者,在这种情况下,罚款就成为补偿投资者损失的最为现实的资金来源。那么,问题又回到了本节开头: 行政罚没款能否作为投资者补偿的资金来源? 无疑,这存在法律障碍。但是,如果问题换做“行政罚没款应否作为投资者补偿的资金来源”,回答应该是肯定的。因此,我们需要对体现国

[28] 参见彭冰:“建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操作市场行为”,载《中外法学》2004年第5期。

[29] 参见彭冰:“建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操作市场行为”,载《中外法学》2004年第5期。

库优先的《行政处罚法》和体现投资者保护优先的《证券法》的相关规范进行一些调整和衔接。

(二) 行政分配补偿程序如何处理因果关系以及相应的风险问题

行政分配补偿程序是在证券监管部门的主导下进行的,性质上来讲是一种具有投资者补偿功能的行政程序。与民事诉讼的起诉权掌握在投资者手中不同,在这种程序中证券监管部门始终是主导,投资者只需按照条件完成一些配合性工作,因果关系的证明将由证券监管部门负责。美国 SOX 法案中 SEC 主导下的违法所得分配程序就是由 SEC 来负责因果关系的证明。投资者损失与内幕交易行为之间的因果关系,无疑是行政分配补偿程序无法逃避的现实问题。如果不能在这一问题上作出突破,那么行政分配补偿也将面临和民事诉讼一样的困境。前文所述,因果关系推定为证券欺诈民事诉讼打开了希望之窗。为了简化程序和提高补偿的效率,证券监管部门应该将因果关系适用于行政分配补偿程序。

当然,推定因果关系有可能造成滥诉,在行政分配补偿程序中适用推定因果关系同样可能面临这样的问题。那些与内幕交易行为人在内幕交易时段内从事反向交易却遭受了损失的投资者,极有可能将补偿程序看做是填补损失的“救命稻草”,有些投资者纯粹是因个人原因或正常市场变动引起损失,也可能浑水摸鱼地“进入”到补偿程序中。投资者的道德风险的确是行政分配补偿程序不得不考虑的一个问题。但是,这种风险可以通过补偿方案的具体设计降到最低。更何况,行政分配补偿程序用于补偿的资金总额是一定的,投资者人数的多寡的确会使补偿公式中的分子发生变化,那些真正受害的投资者可能会因为其他投资者的浑水摸鱼而“吃亏”,但这种“吃亏”总是有限的。正如前文所言,补偿程序本身就不可能完全弥补投资者所受损失,与诉讼程序下投资者败诉风险极高得不到赔偿还要承担诉讼费用的可能结果相比,适当的损失容忍也是投资者参与行政分配补偿程序必须正视和接受的条件。

相对于诉讼程序中引入推定因果关系可能造成诉讼泛滥,不必要地耗费司法资源和对被告造成“袭扰诉讼”(strike suit)相比,行政分配补偿程序是就内幕交易案件进行集中的处理,使所有的受害者一次性

地通过这一程序得到补偿,也使违法者免于一次次地应付不断提起的民事诉讼。因此,尽管可能无法避免投资者的道德风险,但总体上行政分配补偿程序还是能够在补偿投资者损失方面发挥积极作用。

(三)我国证券监管部门是否具有主导行政分配补偿程序的能力

证券内幕交易行政分配补偿应该在证券监管部门的主导下进行,这是因为证券监管部门作为对违法者违法行为调查与处罚的作出者,对于内幕交易事件的情况最为了解,而且补偿程序如果和调查、处罚相结合,无疑会提高补偿工作的效率。中国证监会完全具有主导行政分配补偿程序的资格和能力。我国早在 2005 年就成立了中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称投资者保护基金公司),专门负责筹集、管理和运作证券投资者保护基金。万福生科投资者补偿专项基金案从事实上证明了投资者保护基金公司的运作能力。2011 年,中国证监会又成立了投资者保护局,专门负责证券期货市场投资者保护工作的统筹规划、组织指导、监督检查和考核评估,其职责就包括“推动建立完善投资者受侵害权益依法救济的制度”以及监督投资者保护基金的管理与运用。作为主导者,中国证监会应设计内幕交易投资者补偿专项基金的分配方案,但是补偿基金运作事宜应该委托给投资者保护基金公司,同时投资者保护局对补偿基金的运作情况应进行监督和引导。

(四)行政分配补偿方案如何设计

确定谁是补偿程序的适格投资者是一个关键性问题。SEC 一般以“同时交易者”作为有权获得行政分配补偿的适格投资者。就内幕交易行为来说,适格投资者还应该是与内幕交易者从事了相反方向交易的投资者。当然,这是按照推定因果关系确定的投资者补偿范围,势必混杂着非因内幕交易行为而受损的投资者,因此投资者的损失之和极有可能超过了内幕交易者的违法所得或用以补偿的罚款。因此,在确定了适格投资者之后,还需要就如何实现补偿基金的最优分配进行设计。根据 SEC 的经验,补偿方案的设计一般会着重考虑两个因素:第一,资金首先用于分配那些 SEC 认为受损害最严重的投资者,也就是那些遭受了实际损失的投资者;第二,SEC 会选择设计和执行成本最低的分配方案,一些投资者可能由于某些原因将被排除在分配方案之外。

最终进入到分配方案中的每一投资者,在资金不足的情况下将按照投资者损失的比例确定补偿金额。

结语

光大证券内幕交易事件的行政处罚已经尘埃落定,但是如何处理投资者的损失却至今悬而未决。在现有制度环境下,投资者通过民事诉讼挽回损失恐怕只能重演以往案例。近年来,随着《证券法》修改步伐的日渐迫近,学术领域和实践部门都热衷于研究和探索证券违法行为民事责任的承担问题。从投资者的角度来讲,令违法者承担民事责任的最终目的只是为了转移损失,如果能够通过其他路径更加便利地实现这一目的,投资者极有可能会选择放弃诉讼之路。其实,无论是通过诉讼还是通过行政程序来弥补投资损失,都只是一种事后的救济,都可能无法使投资者的财产完全恢复到受损之前的状况。因此,在证券市场上,一个合格的投资者应该时刻保持应有的理性。谨慎的投资是降低风险最为有效的办法,比一切事后的救济更有意义。