

《民法典》背景下我国债券内幕交易 民事责任认定及承担

贺锐骁*

摘要: 结合《民法典》侵权责任编和合同编中有关民事侵权责任制度和违约损害赔偿制度具体条款修订, 针对我国缺乏完善证券内幕交易民事责任认定制度的现状, 以债券为研究对象, 对内幕交易民事责任认定依据及责任承担方式进行深入探讨, 以期为司法机关审理相关民事纠纷案件提供法律适用依据。在违约责任和侵权责任竞合情况下, 选择侵权责任提起内幕交易民事诉讼更有利于投资者受到损害的权利救济。可参照虚假陈述现行民事责任相关规定, 对债券内幕交易损害赔偿责任因果关系认定依据及举证原则、诉讼方式及时效、责任主体及分配、损害赔偿计算方式进行适应性规定。

关键词: 内幕交易 民事责任 证券监管 债券市场

一、问题的提出

(一) 《民法典》背景下加快完善证券内幕交易民事责任制度的必要性

证券内幕交易本质上是个别内幕信息知情人利用信息优势与普通投资者之间开展不公平的交易行为, 对普通投资者造成实际经济损失, 损害投资者对于资本市场的信心, 对证券市场健康发展产生重大负面影响。因此, 建立和完善证券内幕交易民事责任法律适用体系对完善证券市场基本法律制度、保障证券市场投资者合法权益至关重要。只有在遭遇内幕交易违法行为导致损失后能够得到应有的赔偿, 才能帮助投资者树立对证券市场公开、公平和公正的信心, 对内幕交易违法者造成法律威慑。

2020年5月28日全国人大发布的《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)单设侵权责任编和合同编, 在现行《中华人民共和国侵权责任法》(以下简称《侵权责任法》)和《中华人民共和国合同法》(以下简称《合同法》)等单行立法的基础上, 对侵权责任和合同违约责任等具体规则制度进行了完善。与债券内幕交易民事责任法律适用相关的事项包

* 贺锐骁, 华东政法大学经济法学院博士研究生, 现就职于上海证券交易所, 从事债券一线监管工作十余年。

括完善侵权责任构成体系、调整侵害人身权益财产损害的规则及侵害他人财产的财产损失赔偿数额计算方法、违约责任赔偿范围,并增加了对用人单位的追索权等。证券监督管理部门和司法机关应当以《民法典》完善侵权责任和合同违约责任规范为契机,加快完善我国证券内幕交易民事认定及承担体系,加强投资者权益保护,促进证券市场的公平发展。

(二) 我国证券内幕交易民事责任及其法律适用现状

目前,我国法律法规对于证券内幕交易的刑事、行政责任认定及处罚标准均有了较为全面的规定,但一直以来对于民事责任认定及处罚标准却少有提及。特别是作为规制内幕交易行为最重要的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》),即使在2020年修订后仍然对民事责任一笔带过,仅在第53条提及“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”,^[1]使得投资者难以在《证券法》中找到获取民事赔偿的具体依据。这也导致证券内幕交易的民事诉讼及判决案例很少,投资者对于自己因证券内幕交易遭受权利侵害时的维权意识也较为淡薄。执法及司法实践方面,内幕交易的权利救济更强调运用行政手段和刑事手段,通过强制性法律规定追究当事人责任,但对于属于私权范畴的民事权利救济手段的运用,则严重不足。究其原因,主要是追究民事责任的举证责任难度较大、被侵权投资者的损失金额难以准确确定,更因司法部门未对内幕交易的民事权利救济引起足够重视,投入相对应的立法及司法资源。但学者研究普遍认为,追究内幕交易的行政责任和刑事责任更多是从维护证券市场正常秩序,确保市场公开、公平和公正,但对于在内幕交易中受到权利侵害的相对方投资人却无法仅通过行政处罚及刑事量刑来弥补其损失,甚至几项责任之间还存在竞合关系。^[2]

二、我国证券内幕交易民事责任法律适用制度缺失的原因

笔者认为,证券内幕交易民事责任法律制度缺失主要有以下几方面的原因:一是一定程度上体现了民法私法自治的理念。民法的精神是私法自治,遵循的市场主体在一定的法律框架下自行约定相关权利义务。因此在民事责任领域,投资者之间更多依据合同法等法律法规约束双方民事行为,而相应的国家强制性法律规则介入较少。二是证券内幕交易具有较强的隐匿性,民事责任认定的难度较大。证券市场内幕交易行为人的违法手段往往较为专业、隐匿性越来越强。因此作为证券交易的另一方的普通投资者要利用自身能力去发现、识别内幕交易的难度较大。即使发现了内幕交易行为,由于证券价格受到多重因素影响形成机制及其复杂,投资者也很难举证自身是内幕交易行为的直接受害者。三是我国民事诉讼领域集团诉讼和代表人诉讼的制度还存在缺陷。如需就内幕交易行为提起民事诉讼,如果仅依赖个别普通投资者单打独斗,无论是在投入成本、专业能力方面都是不经济、不现实的。因此,建立和完善我国证券市场内幕交易民事责任体系的工作任重而道远。

[1] 参见《证券法》(2020年修订)第53条。

[2] 冯果:《内幕交易与私权救济》,载《法学研究》2000年第2期。

三、债券内幕交易与股票内幕交易民事责任认定的差异

我国现行以《证券法》为核心的证券法律法规体系主要是围绕股票特性制定的,因此在条款适用方面未能很好地兼顾债券等其他证券品种的差异化特征。与股票市场相比,债券市场因投资者构成、交易方式等交易机制的不同,内幕交易民事责任认定的特征也存在较大差异,主要体现在以下几个方面:

(一) 内幕交易行为的受害人更容易锁定

债券交易以协议交易为主,即交易的双方互相知道对方的身份,交易前就债券的交易品种、价格、数量协商一致后,在交易系统提交成交申请,并达成交易。因此,如交易一方被发现了存在内幕交易行为,相较于股票融资而言,更容易识别对其造成损失的内幕交易当事人。受害方损害赔偿诉讼时,相较于股票而言,也更容易举证自己是内幕交易的直接受害者,内幕交易行为和受害人损失之间的因果关系认定可能更为清晰。

(二) 投资者更具备识别内幕交易行为的专业能力

由于债券市场以机构投资者为主,而机构投资者对于债券价格形成机制的理解远比个人投资者专业。同时,结合债券以协议为主的交易机制,实践中投资者可能比证券监管部门和司法部门更清楚是否存在内幕交易事实。如一方投资者在达成交易后发现市场披露了另一方投资者应当了解但却并未告知的内幕信息时,就有理由怀疑对方存在内幕交易行为。因此,在国外债券内幕交易执法案例中,大部分案例均是投资者发现和识别存在导致自己遭受损失的内幕交易行为,并向证券监管部门申请行政诉讼或向法院提请损害赔偿民事诉讼。

(三) 内幕交易损害赔偿责任的举证难度更大

债券协议交易为主的交易方式,在降低内幕交易中因果关系认定难度的同时,也导致证券监管部门和执法部门发现和认定债券内幕交易行为的难度相较于股票更大。首先,与股票撮合成交行情统一显示方式不同,国内同一只债券可能同时在银行间市场、交易所市场中的不同平台进行交易,不同的交易方式、交易场所可能会就同一只债券在同一个时点形成不同的交易价格,且协议交易价格并非是连续的。这给监管部门监测债券交易价格异动,识别内幕交易线索带来难度。其次,由于大部分债券,特别是信用类债券的流动性远不如股票,因此大幅偏离债券估值的交易价格可能是由于多种因素导致的。因此,债券成交价格的变动是否是由于内幕交易行为导致的,内幕交易行为是否实际给投资者造成了经济损失,损害赔偿金额如何认定是民事责任认定的一个难题。

四、债券内幕交易民事责任适用的法律关系

(一) 适用侵权责任

英美法系中,证券市场违法行为的民事权利的诉请请求主要适用合同法下的违约责任

承担。大陆法系中，证券市场违法行为的民事权利的诉讼请求基础是缔约过失责任。^{〔3〕}发行公司的招股说明书中财务造假的发行人、操纵市场和内幕交易中掌握信息一方的行为都可构成缔约过失责任。笔者认为，债券内幕交易可以理解为是内幕交易行为人在执行证券买卖证券合同行为过程中，因违反合同约定而给交易对手方造成损失的违约责任，同时也可适用因违反禁止内幕交易强制性法律规定对交易对手造成损失的侵权责任。此处存在违约责任和侵权责任的竞合，由于侵权责任起诉的诉讼当事人范围更大，归责原则更为灵活（可选择使用严格责任、过错责任或公平责任等），同时可援引除合同法以外的其他强制性法律规定，因此在债券内幕交易民事诉讼案件中，选择适用侵权责任能使受害投资者在民事诉讼中得到最大限度的权利救济。

（二）《民法典》项下侵权责任构成要件

《民法典》立足于《侵权责任法》，在侵权责任构成要件中增加规定损害要件。^{〔4〕}因此，笔者认为，债券内幕交易民事责任主要是指损害赔偿，其适用法律关系是基于合同法的框架约定的债券交易双方的权利义务，一方进行内幕交易违法行为对另一方造成的合同法下的侵权责任。侵权损害赔偿可以赔偿受害人所遭受的全部实际损失。《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》（以下简称《若干规定》）^{〔5〕}中提到，要正确理解证券侵权民事责任的构成要件。要在传统民事侵权责任的侵权行为、过错、损失、因果关系四个构成要件中研究证券侵权行为重大性和交易因果关系特殊性。上述司法解释表明，内幕交易违法行为和虚假陈述一样，同属于民事责任中的侵权行为，适用民事侵权责任四大构成要件。

根据《民法典》侵权责任构成要件的相关理论和条款，债券内幕交易侵权责任认定包括四个要件：一是行为人从事了债券内幕交易违法行为；二是内幕交易违法行为造成了他人财产损失的事实；三是债券内幕交易违法行为与损害后果之间具有因果关系；四是行为人主观上有故意或过失的过错。

五、债券内幕交易侵权责任因果关系认定依据

在我国历次内幕交易民事赔偿案件中，因果关系认定是决定投资者能否获得损失赔偿最重要的因素。因果关系直接决定着适格原告的范围，即只有能够证明因果关系的投资者才有资格提起侵权赔偿诉讼，可以说是内幕交易侵权责任成立的前提。但是，目前无论是在法律、司法解释还是行政部门规章中，均未明确因果关系认定依据。相形之下，国内有关虚假陈述的侵权责任因果关系认定已经形成了相对完善的法律适用规定，最高人民法院出台了多个司法解释，对因果关系认定中的重点、难点问题进行了说明。因此，笔者在对虚假陈述民事责任因果关系认定的分析基础上，提出关于债券内幕交易侵权责任因果关系

〔3〕 薛峰：《证券法中民事责任的设定方式研究》，载《中国法学》2003年第1期。

〔4〕 参见《民法典》第1165条【过错责任原则】：行为人因过错侵害他人民事权益造成损害的，应当承担侵权责任。

〔5〕 参见《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》（2015年12月24日发布并实施）。

认定的相关法律依据。

（一）债券内幕交易因果关系认定依据

如上文所述，新《证券法》第52条提及了内幕交易行为的民事责任。笔者理解，该条款认可了内幕交易民事责任是指违反《证券法》规定的义务而产生的侵权赔偿责任。在能够举证内幕交易行为对投资者造成损失前提下，相关方应当依法承担赔偿责任。这其中，涉及到两个层次的因果关系认定；一是事实因果关系，即投资者损失与内幕交易行为存在的联系；二是在事实因果关系认定的基础上明确责任范围因果关系，即确定具体赔偿责任。

目前在在内幕交易执法实践欠缺的情况下，新《证券法》的笼统表述回避了内幕交易侵权责任认定方式和标准的问题。笔者认为后续可以比照虚假陈述民事责任认定的做法，通过出台司法解释的方式，作进一步规定，指导司法及执法实践。

（二）债券内幕交易因果关系认定举证原则

因内幕交易行为的隐匿性，如权利受到侵害的投资者需要承担证明受到的损害与内幕交易行为具有因果关系，往往举证难度很大，不利于在内幕交易行为中保护投资者合法权益。因此，根据现行刑法司法解释，内幕交易与权力侵害之间的因果关系采用举证责任倒置的举证原则，原告方仅需承担部分举证责任，证明内幕交易行为人利用内幕信息进行的交易导致原告方受到损害；在此情况下，由作为被告方的内幕交易行为人举证证明原告遭受的权利侵害并非因内幕交易而是由其他因素导致。举证责任倒置原则降低了受害方投资者的举证难度，对促进投资者进行民事权利救济有非常重要作用。^{〔6〕}根据内幕交易民事诉讼审判案例来看，我国法院在对内幕交易侵权责任因果关系认定中，实质上已经有采用推定方式进行因果关系认定的案例。其中最为典型和有影响力的是“光大乌龙指内幕交易民事赔偿责任案件”。在光大乌龙指民事赔偿案件判决书中，^{〔7〕}法院明确内幕交易因果关系认定可以参照虚假陈述司法解释的相关规定，采用推定因果关系，并且在裁判文书中详细列明了法院做出相关判决的依据。该案件经过先后经过一审、二审和终审，法院最终认定光大证券因内幕交易行为对原告负有民事赔偿责任，具有非常重要的示范意义。

因果关系认定情形因债券交易方式不同而有所不同。如债券为协议交易方式，则投资人可直接举证自己是内幕交易行为人的相对方。如债券交易方式为集中竞价交易，则面临股票内幕交易同样的问题，即可能由投资者举证认定是内幕交易行为人的直接交易对手。集中竞价交易模式下，建议参照虚假陈述的做法，采用推定方式进行因果关系认定。即在内幕交易行为实施日及以后，至内幕信息公开日之前与内幕交易行为人进行反向交易的所有投资者，均可认定为与内幕交易行为人存在直接交易关系。

六、债券内幕交易损害赔偿诉讼权利及方式

诉讼主体方面，提起诉讼的投资者需要提供相关证据材料，证明自身的损失结果与内

〔6〕 王利明：《我国证券法中民事责任制度的完善》，载《法学研究》2001年第4期。

〔7〕 参见《光大证券股份有限公司与李春晖证券内幕交易责任纠纷二审民事判决书》。

幕交易之间存在因果关系。诉讼主体不包括未在内幕交易敏感期内买卖证券的潜在投资者，避免造成滥诉的情况。

诉讼方式方面。国外的内幕交易民事诉讼往往采取集团诉讼或代表人诉讼制度，并且已经形成了较为完善的法律服务体系，律师事务所、投资者等处于自身的利益诉求，均能迅速形成强大的专业力量，对内幕交易行为人提起民事诉讼，大大增加胜诉和获取赔偿的概率。在新《证券法》下，投资者已经可以结合不同交易方式以单独诉讼、共同诉讼、代表人诉讼和集团诉讼等多种诉讼方式，对债券内幕交易民事赔偿提起诉讼。这也反映了监管部门加强投资者保护，打击证券违法违规行为的力度和决心。

（一）单独诉讼

如果所涉及的债券内幕交易为协议交易方式，投资者可以通过单独诉讼方式，向法院向内幕交易行为人提起民事赔偿。由于债券市场主要以协议交易和机构投资者为主要的特性，笔者预计大部分内幕交易民事赔偿诉讼将采用单独诉讼方式。因为协议交易，交易相对人很明确，第三方投资者即使是在同一时间段内进行交易，也不会因为两方交易中涉及内幕交易而直接遭受损失。

（二）共同诉讼

如果所涉及的债券内幕交易采用集合竞价方式，投资者可以比照股票内幕交易，采用单独或共同诉讼的方式。

（三）代表人诉讼

最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《会议纪要》）的发布，使得证券侵权责任民事诉讼方式更为丰富，还可以提起代表人诉讼。《会议纪要》规定，有条件的地方人民法院可以选择个案以人数尚未确定的代表人诉讼方式进行审理，可以由当事人推选代表人。即投资者如能确认自身的损害结果与内幕交易存在因果关系，即投资者与本案有直接利害关系，就可以作为原告推举自己或其他原告作为诉讼代表人，提高诉讼效率。

（四）退出集团诉讼

新《证券法》更是在代表人诉讼制度的基础上，将证券侵权责任民事诉讼推向了一个新的高度，提出了“退出集团诉讼”的方式。新《证券法》第95条第3款规定，只要接受超过50名同一只证券交易的投资者的委托，投资者保护机构就可以受托担任所有该只证券相关交易的诉讼代表人，并获得证券登记机构的权利确认。作为证券权利人向人民法院申请参加诉讼。但是，如特定投资者明确作出意思表示不愿意由投资者保护机构代为进行诉讼，则投资者保护机构将不作为特定投资者的诉讼代表人。也就是说，只要受50名投资者的委托，投资者保护机构就可以作为诉讼代表人。其他未做出委托意思表示的投资者不需要起诉，更不需要主动登记，只要不明确表示不愿意参加诉讼，就可能获得赔偿，即“默示加入、明示退出”，又称“退出制集团诉讼”。这种方式降低了代表人诉讼长期不能确定当事人的困境，进一步降低了中小投资者的维权成本，提高了维权力度和内幕交易当事人的违法成本。同样，退出制集团诉讼同样适用于面向个人投资者销售的债券品种。

七、债券内幕交易损害赔偿诉讼时效

《民法总则》(2017年修订)中规定的普通诉讼时效为3年。虚假陈述民事赔偿诉讼的诉讼时效的起算日期是自中国证监会或派出机构或其他有权做出行政处罚的机构公布对虚假陈述行为人做出行政处罚决定之日,或被人民法院认定有罪做出刑事判决生效之日。^[8]由于2015年出台的司法解释不再将行政处罚决定作为提起证券侵权民事诉讼的前置程序,因此笔者认为,债券内幕交易民事赔偿诉讼的诉讼时效参照虚假陈述的相关规定确定为3年,诉讼时效根据不同情况分别起算。

八、债券内幕交易损害赔偿责任主体及归责事由

新《证券法》未就哪些主体在何种情形下需要对内幕交易行为给其他投资者造成的损失承担民事赔偿责任,具体承担何种赔偿责任进行约定。相形之下,《证券法》中对虚假陈述的民事赔偿责任做出了更为具体、明确的规定,针对发行人、发行人董监高、控股股东、实际控制人和证券服务机构分别应当承担的民事赔偿责任进行了明确规定。笔者认为,虚假陈述的民事责任主体相对明确且较多,主要是由于虚假陈述行为会影响标的证券价格,标的证券的所有投资者都可能会因此遭受损失,且对资本市场由重大恶劣影响。而如前文所述,内幕交易行为本身并不直接影响标的证券价格,除了与内幕交易直接相关的投资者外,第三方投资者也不会因此受到利益损害。因此内幕交易行为的责任主体及各自应当承担的责任与虚假陈述是有差异的。但是,两者同样作为证券侵权行为,不妨参照虚假陈述的规定,来分析内幕交易行为的责任主体及归责事由。

首先,针对内幕交易知情人和非法获取内幕信息的人员利用内幕信息买卖证券,内幕交易行为人要承担对投资者的损失承担首要赔偿责任。

其次,针对内幕信息知情人泄露或建议他人买卖证券,且非法获取内幕信息人员利用内幕信息买卖证券并给投资者造成损失的,则非法获取内幕信息人员应当承担首要赔偿责任,泄露内幕信息或建议他人买卖证券的内幕信息知情人应当承担连带赔偿责任。针对后者,笔者认为由于泄露内幕信息或建议他人买卖证券的行为同样属于被禁止的内幕交易违法行为,因此相关当事人存在过错,应当对投资者的损失承担过错责任。

再次,针对行为人和所在单位的侵权责任分配,《民法典》也给出了更明确的规定。《民法典》侵权责任编中明确了对用人单位的追索权,即当事人因执行公务造成他人损害的,由用人单位承担侵权责任。用人单位在承担责任后,可以向有故意或者重大过失的工作人员追偿。^[9]针对债券内幕交易而言,笔者认为上述规定明确了当内幕交易行为人利用内幕信息买卖证券时,如有证据表明行为人是在经过了合理内部决策程序执行所在单位的决定

[8] 参见《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》(2003年2月1日起施行)。

[9] 参见《民法典》1191条。

时,则用人单位应当承担首要责任,行为人因根据其是否主观故意承担连带赔偿责任。

最后,针对发行人的董事、监事、高级管理人员、监高、控股股东、实际控制人及证券服务机构是否要参照虚假陈述的规定对内幕交易行为对投资者造成的损失承担连带赔偿责任,笔者认为基于内幕交易行为的特性,要求上述主体承担连带赔偿责任是不必要也是不合理的。由于上述主体在证券申请文件披露前均承诺过相关信息披露文件的真实、准确和完整,因此如发生虚假陈述则需要向应承担无过错赔偿责任。而对于内幕交易,上述主体并无义务去确保内幕信息行为人从事内幕交易行为,只要其自身不参与内幕交易行为,没有违法行为,则无需承担相应责任。

九、债券内幕交易损害赔偿损失认定

(一) 债券内幕交易民事赔偿金额计算的难点

《民法典》侵权责任编修订了侵害他人财产的财产损失计算原则,明确财产损失按照损失发生时的市场价格或者其他合理方式计算,强化了计算方式的合理性要求。^[10]《民法典》合同编中对履行合同义务不符合约定的违约损害赔偿责任及其赔偿范围进行了规定。^[11]由于债券内幕交易行为给受害人造成损失的计算涉及到较为复杂的期间、参数认定,本质上是一种估计损失的理念,因此上述条款均对损失赔偿计算方式的认定有指导意义。

新《证券法》第191条对内幕交易知情人或者非法获取内幕信息的人从事内幕交易违法行为应当承担的行政罚款责任作了规定,但未提及民事责任赔偿金额的计算方式。如何合理确定内幕交易的损失认定方式及赔偿金额一直是内幕交易民事审判中的难点。如前文所述,确定内幕交易中权利受到侵害投资者的损失,核心在于区分证券价格波动给投资者造成的损失中,哪一部分是由于内幕信息形成的价格波动对投资者造成的损失。但实务中,证券价格波动受到多种因素影响,影响因素确认十分复杂且带有预测性,即使连专业的证券分析师也无法作出准确测算,更不用提由法院去进行实质性判断。因此,在内幕交易损失金额计算上,一般诉讼采用的方式意不可行,必须寻找适合内幕交易侵权赔偿的特殊计算方式。

(二) 域外成熟市场的内幕交易民事赔偿金额计算方式借鉴

我国目前尚未有对于内幕交易民事赔偿金额计算方式的详细规定,因此可以借鉴和参考域外成熟资本市场相关问题的处理方式。主要有三种方法:一是实际价值计算法。即原告进行证券交易时的价格与当时证券的实际价值之间的差额。该方法最大的难点在于如何确定内幕交易时点证券的实际价值。二是合理时间计算法。即原告进行证券交易时的价格与内幕信息披露后一段合理时间内的证券价格之间的差额。这一方法的难点显然在于如何确定合理时间的长短。三是实际诱因计算法。即内幕交易行为人仅对其行为所引发的证券价格波动导致投资者损失部分负责。该方法难点在如何分离内幕交易时点不同因素对证

[10] 参见《民法典》第1184条:侵害他人财产的,财产损失按照损失发生时的市场价格或者其他合理方式计算。

[11] 参见《民法典》第583、584条。

券价格波动的影响。^[12]

(三) 债券内幕交易民事赔偿金额计算方式建议

在赔偿金额的具体计算上,笔者认为可参考虚假陈述的损失金额计算方式。《若干规定》中第30条至34条对虚假陈述行为人承担的民事赔偿责任金额计算方式作了详细规定。

首先,赔偿范围以投资人因内幕交易行为而实际发生的损失为限。

其次,要确定一个基准日,即内幕信息公布后,为将投资人应获赔偿限定在因内幕交易行为所造成的损失范围内,确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。基准日主要是确保证券价格信息已经充分反映了内幕信息公布后对于标的证券价格调整的影响,从而能够准确衡量因内幕交易行为导致的投资者损失净额。同时,基准日距离内幕交易日不宜过长,否则将导致其他市场因素对证券价格的影响也夹杂其中,无法准确辨别是否是因内幕交易行为被揭露或更正带来的影响。

针对由竞价交易方式的债券,可参照虚假陈述的规定,将基准日确定为内幕信息公布之日起,至被内幕信息影响的证券累计成交量达到其可流通部分10%之日(仅参照竞价交易价格变动,不包括协议交易价格)或内幕信息公布之日后第30个交易日(开庭审理前尚不能按累计成交金额确定基准日的)。针对协议交易的债券,由于标的债券并不存在一个集中竞价形成的统一价格,可以考虑以内幕信息公布之日后第15-30个交易日内的成交均价或第30个交易日的债券估值作为内幕信息公布后的均衡价格,来计算损失金额。

上述基准日的确定只是笔者参照虚假陈述规定做的一个建议,在债券内幕交易民事案件审理中需要综合考虑以下问题:一是债券(特别是协议交易的债券)流动性远不如股票,因此在确定标的证券价格是否充分反映内幕信息的影响,可能无法从交易流通量的角度来加以衡量(很可能在很长一段时间内,该标的债券没有交易或交易很少),更多应从时间的角度(例如前述第二个选择,按照内幕信息公布之日后第15-30个交易日均价来衡量)去确定均衡价格。二是协议交易并无一个统一的标的证券市场价格,而单笔交易价格又受到多重因素影响并不一定能真实反映全市场对于该标的证券价格的预期。因此,建议可以考虑以基准日当天第三方债券估值价格作为依据。

最后,投资人自内幕交易日至基准日期间以债券持有人身份取得的债券利息等收益,不得冲抵内幕交易行为人的赔偿损失金额。

综上所述,债券内幕交易民事责任主要是指损害赔偿,其责任认定适用合同法下侵权责任认定相关法律关系。侵权责任的认定关键在于证明内幕交易人的违法行为与投资者遭受损失之间存在因果关系。因果关系认定及举证方式可以参照虚假陈述的规定,但也因内幕交易与虚假陈述行为特征的不同而存在差异。此外,由于债券以机构投资者及协议交易方式为主的产品特性,其内幕交易损害赔偿认定中的举证难度、诉讼方式、责任主体及分配也与股票存在显著不同。笔者希望通过本文的分析,引起司法机关对目前债券内幕交易民事责任制度缺失现状的重视,并为民事责任安排的审理提供研究参考和理论依据。

(责任编辑:胡云红)

[12] 赵旭东主编:《新编商法案例教程》,中国民主法制出版社2008版,第322页。