

证券内幕交易民事责任功能质疑

耿利航^{*}

内容提要：在内幕交易中，内幕人的交易行为和公司内部信息不公开实际上有不同的受害者。内幕交易行为和投资者损失之间通常没有因果关系，投资者所遭受的损失主要来自市场信息风险。如果法律在技术上允许因果关系推定以便利民事诉讼，就应当限制内幕交易人的赔偿责任，没有理由将投资者的市场决策风险转嫁给事后被发现的内幕交易者。受调查能力等限制，民事诉讼在协助执法、威慑内幕交易方面的功能是极其有限的。通过不同方式加强公共尤其是行政执法是更有效率的政策选择。

关键词：内幕交易 因果关系 民事责任

内幕交易市场欺诈行为是始终伴随中国证券市场成长的顽疾，近些年有愈演愈烈之势，已经成为“当前突出的问题”和“市场监管的主要矛盾”，“必须高度重视，重点打击，综合治理”。〔1〕2010年8月，由证监会牵头，监察部、公安部、法制办、国资委等多部门研究建立内幕交易综合防控体系。〔2〕学界和市场人士呼吁，作为综合执法中的重要环节，最高人民法院应尽快出台内幕交易民事赔偿的相关司法解释。强化民事损害赔偿不仅能为投资者提供救济，维护投资者信心，还可以作为一种私人执法手段，通过要求违法者支付巨额民事赔偿打击和威慑证券欺诈行为。〔3〕

各类证券市场欺诈行为的民事赔偿责任不仅是证券法学研究的热点，也是法院审判实践最突出的现实问题。对于内幕交易行为的民事赔偿责任，2005年修订后的新证券法第76条第3款明文规定：“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。”〔4〕最高人民法院曾在2001年9月发布《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》，规定法院暂不受理虚假陈述、内

* 中央财经大学法学院副教授。

本文是司法部2008年国家法制与法学理论研究课题“证券执法机制研究”（项目编号为08SFB5015）的部分研究成果，并受到中央财经大学“211工程”三期资助。

〔1〕 参见《尚福林：打击内幕交易是当前监管执法重点》，《上海证券报》2010年7月22日。

〔2〕 参见《证监会牵头多部委联手向内幕交易宣战》，《人民日报》2010年8月25日。

〔3〕 参见《内幕交易手段不断翻新 打击内幕交易民事赔偿需跟进》，《法制日报》2009年5月14日；吴弘：《遏制内幕交易需突出民事责任追究》，《法制周末》2010年7月30日；《董正青等或面临民事赔偿诉讼》，《中国证券报》2009年1月15日。

〔4〕 1993年4月22日国务院颁布的《股票发行与管理暂行条例》第72条就规定了内幕交易禁止制度，而且该条例第77条规定了统括性的民事赔偿条款：“违反本条例规定，给他人造成损失的，应当依法承担民事责任。”1998年12月29日通过的证券法没有规定内幕交易的民事责任。

幕交易、操纵市场三类民事赔偿案件。^{〔5〕}新证券法2006年1月开始实施后,最高人民法院主管副院长在2007年5月全国民事审判工作会议上的讲话中称,地方法院对内幕交易、操纵市场民事案件可以“参照虚假陈述司法解释前置程序的规定来确定案件的受理,并根据关于管辖的规定来确定案件的管辖”。^{〔6〕}为应对国际金融危机的影响,最高人民法院2008年12月出台《关于为维护国家金融安全 and 经济全面协调可持续发展提供司法保障和法律服务的若干意见》,指出法院应“保障证券市场的稳定运行。……当前,一些证券机构、上市公司、投资机构操纵股价、内幕交易、虚假陈述等违法行为时有发生,各级人民法院要从保护证券市场投资人合法权益,维护证券市场的公开公平公正的交易秩序出发,积极探索,妥善地处理好此类案件”。^{〔7〕}随后还表示,为保护投资者的正当权益,正在积极开展调研,将尽快制定内幕交易、操纵市场民事赔偿司法解释。^{〔8〕}

证券法第74条、第75条分别规定了内幕交易知情人和内幕信息的范围,第76条第1款规定了内幕交易禁止,据此可确定内幕交易赔偿义务人的范围。但第76条第3款对内幕交易民事责任只是进行了原则性的规定,对于内幕交易行为是否给投资者造成了损失、给哪些投资者造成了损失(原告资格)以及造成了多大的损失(损失范围和计算方法),则没有规定。这些正是最高法院法官们制定司法解释时面临的主要疑难问题,^{〔9〕}至今没有定论。

在集中竞价、匿名交易的证券市场,内幕交易与投资者受损之间是否存在因果关系颇令人困惑。国内常见的观点是,内幕交易人利用信息优势买卖股票获利,“欺骗”并“因此”导致不明真相的“对手”投资者遭受损失,因此内幕交易行为和投资者受损之间存在因果关系。然而,对这种观点需要进行认真探讨和再认识。这不仅因为因果关系(内幕交易与投资者交易行为之间的“交易因果关系”和与投资者损失之间的“损失因果关系”)是法院认定投资者原告身份以及赔偿责任范围的前提和构成要件,而且还关涉政策层面上立法或司法对内幕交易民事诉讼应当采取的态度和基本倾向。

2008年7月,南京市中级人民法院受理了据称是中国证券市场第一起内幕交易民事索赔案件的“广州某股民诉陈建良证券内幕交易纠纷案”(下称“陈某内幕交易案”)。^{〔10〕}原告称其在陈建良进行内幕交易期间,买卖天山股份股票遭受损失,要求被告赔偿投资差额损失、印花税、佣金及利息共计9383.68元。该案后因原告突然撤诉而告终。^{〔11〕}此后,北京、上海等地的一些律师组成“陈建良内幕交易民事赔偿案维权律师团”,在《中国证券报》上刊登声明,征集诉讼委托代理,符合起诉条件的投资者为:2004年6月21日—29日陈建良内幕交易期间曾经持有过天山股份股票(000877)并存在亏损的投资者。^{〔12〕}由于中国至今尚无一起法院作出裁判文书的内幕

〔5〕 在市场和舆论压力下,最高人民法院在2002年与2003年分别发布《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题的通知》(法明传[2001]43号)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》(法释[2003]2号),此后法院开始有条件受理和审理证券虚假陈述民事赔偿案件。

〔6〕 参见最高人民法院副院长奚晓明2007年5月30日在全国民事审判工作会议上的讲话:《充分发挥民事审判职能作用 为构建社会主义和谐社会提供司法保障》,载《民事审判指导》2007年第1辑,人民法院出版社2007年版,第45页以下。

〔7〕 参见法发[2008]38号第2条“制裁金融违法违规行,大力整顿规范金融秩序”。

〔8〕 参见《最高法院:尽快制定内幕交易民事赔偿司法解释》,《中国证券报》2008年12月8日。

〔9〕 参见宋晓明等:《民事审判若干疑难问题——证券法》,《人民法院报》2006年10月11日。

〔10〕 2004年6月24日,新疆屯河投资股份有限公司与中国非金属材料总公司签署了《股份转让协议书》,将其所持新疆天山水泥股份有限公司(下称“天山股份”)部分股权转让给中国非金属材料总公司。6月29日,天山股份发布公告披露上述股权转让事项。陈建良在2004年6月21日—29日期间,利用内幕消息和其控制的资金账户、下挂证券账户,合计买入天山股份股票164.6757万股,卖出19.5193万股。中国证监会认定存在内幕交易行为,并于2007年4月28日对陈建良作出罚款20万元并禁入证券市场5年的行政处罚决定。参见中国证券监督管理委员会2007年4月28日《关于对陈建良实施市场禁入的决定》,载中国证券监督管理委员会官方网站<http://www.csrc.gov.cn>。

〔11〕 参见《首例内幕交易民事赔偿案戏剧收场》,《中国证券报》2008年10月8日;欧碧兰:《内幕交易首案追罪记》,《民主与法制时报》2008年10月13日。

〔12〕 参见《律师组团征集陈建良案委托代理》,《中国证券报》2008年9月11日。

交易民事诉讼，因此本文借“陈某内幕交易案”这一本土真实案例，从因果关系理论出发，介绍美国等其他国家的实证规则和经验，目的一是为中国法院进行中的实践提供一些有用信息，二是纠正（或探讨）国内学界通说对内幕交易民事赔偿理论和制度发展的可能的错误或片面认识。

一、内幕交易与投资者损失之间通常不存在因果关系

内幕交易指公司内、外部人，基于公司重要（若为普通投资者所了解，会在事实上影响该证券的价格）和未公开的消息（内幕信息），从事证券买卖的行为。内幕人“交易行为”和“内幕信息不公开”的受害投资者群体不同：内幕“交易行为”的受害者是那些因为内幕人的“交易行为”受损，或如果没有交易行为将不会遭受损失的投资者，而“公司信息不公开”的受害投资者是那些如果知道内幕信息就不会进行受损交易的投资者。^[13] 内幕交易行为与投资者损失之间通常（如果不是绝对）不存在因果关系。

（一）侵权法上认定行为和损害后果是否存在因果关系的过程常是一种在假设基础上的“若无一则否”的反证过程。^[14] 美国克拉克教授对证券欺诈民事赔偿因果关系的表达为：“‘违法行为 A 损害了 B’的意思是，如果没有 A，B 的损害就不会发生。A 是 B 的一个必要条件。”^[15] 内幕交易行为与投资者损失之间的关系不符合这样的反证要求：

1. 公司内幕信息持有人承担“要么公开信息，要么戒绝交易”的义务，有权选择不进行内幕交易并不公开信息。如果内幕信息持有人不交易，投资者就没有理由要求信息持有人提前公开内幕信息，普通投资者还是不知道公司未披露的重大信息，那些原先决定卖出（或买入）股票的、与内幕信息如果公开股票价格变化方向进行“反向交易”的投资者们还会如此交易，并不会因内幕信息持有人“戒绝交易”而避免按照不利条件进行交易。

2. 即使内幕信息持有人进行了交易，内幕交易行为一般也不会影响投资者的判断和交易决策。与操纵市场（通过洗售、对敲、连续买卖等方式人为造成股票价格和交易量的剧烈波动）或虚假陈述不同，内幕交易人并没有试图欺骗、引诱、误导投资者错误判断并进行受损交易。内幕交易是秘密、匿名的，在集中竞价、电脑撮合交易的证券交易市场中，投资者无从得知交易对手是内幕信息持有人还是其他投资者。内幕交易是市场交易的一小部分，内幕交易人只是某一时刻市场诸多交易人中的普通一员。在“陈某内幕交易案”中，从 2004 年 6 月 21 日至 29 日，天山股份总成交量为 1443.6800 万股，换手率 17.56%，陈某买入股份 164.6757 万股，约占总成交量的 10%，投资者不可能知道自己的股份卖给了谁（或从谁手中买入），那些在收购信息公开前卖出股份的股东的交易对手绝大部分是同样不知情的普通投资者，而不是内幕交易人陈某。

早在 1966 年，美国曼宁教授就在其经典著作《内幕交易和证券市场》中指出：内幕交易不大可能对投资者造成伤害，因为投资者买卖股票是与内幕交易行为无关的其他主客观原因导致的。^[16] 这个洞见立即获得了绝大多数美国学者的支持。比如，兰格沃特教授指出：内幕交易的对手交易者不可能知道他在和一个公司内部人进行交易，仍会以同样的价格和其他投资者进行交易。^[17]

[13] See William K. S. Wang & Marc I. Steinberg, *Insider Trading*, Little, Brown and Company, 1996, pp. 42-46; William Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue?*, 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1311-1312 (1981).

[14] 参见王泽鉴：《侵权行为法》第 1 册，中国政法大学出版社 2001 年版，第 190 页以下。

[15] Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Little, Brown and Company, 1986, p. 329.

[16] See Henry G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York: Free Press, 1966, p. 91.

[17] See Donald C. Langevoort & G. Mitu Gulati, *The Muddled Duty to Disclose Under Rule 10b-5*, 57 Vand. L. Rev. 1639, 1676 (2004).

在杜雷教授看来,内幕交易人不过是这种“零和”游戏的“偶然加入者”而已,其他没有什么改变。^[18]考克斯教授也认为,“内幕交易对投资者来说至多是个偶然事件,因为与内幕交易人进行交易和不进行交易相比,投资者的境遇并没有变差。”^[19]伊斯特布鲁克法官指出:如果公司没有公布利好消息,原告以及与原告同时卖出股票的股东,无论是否存在被告的内幕交易,同样可能会卖出股票。“没有理由认为被告通过证券交易商买进股票的指令,会导致‘额外’的投资者卖出股票。假如被告买进股票没有造成投资者卖出股票,被告就不应该对投资者股票的价格损失负责。”^[20]

在日本,通说也认为,确定实施内幕交易者与实行相反方向交易者之间的对应关系很困难。在证券交易所进行证券买卖往往通过证券公司进行,而且交易一般是以集合竞价方式即按照价格优先、时间优先的方式进行,实施内幕交易者(被告)和实行相反交易人(原告)之间没有必然的对应关系,故此被告的内幕交易并不必然引起原告损害的发生。^[21]

(二)虽然内幕交易行为是匿名的,但有些情况下如果内幕交易行为带来表现在外的股票价格和交易量的变动,对股价和交易量变动敏感的股东或许会受到影响。美国王教授和斯廷伯格教授提出,那些被内幕交易导致的股票价格所“引诱”的投资者,以及内幕交易行为使自己的交易“被优先”(preempted)的投资者,是和内幕交易行为具有直接因果关系的受害者。^[22]以“陈某内幕交易案”为例:天山股份内幕交易期间股价变动区间为6.49—7.10元。假设有投资者基于对公司资料的仔细分析,确信公司“真实”股价为6.49元(没有反映收购信息),一旦公司股价达到预期价格就卖出股票。如果陈某买入股票的行为使股价超过6.49元,这些投资者就是被“引诱”提前卖出股票。如果陈某在某次内幕交易过程中买入股票时出价6.80元,而有投资者出价6.78元,这些投资者因出价比陈某低而未能如愿买到股票,就是被内幕交易行为“优先”的投资者。王教授和斯廷伯格教授的观点虽然理论上成立,但现实中这类投资者真实存在的可能性很小:

首先,为不引起他人注意,内幕交易往往小量多次,对股票交易总量和价格的影响一般很小。况且股票价格由很多因素决定,即使大交易量有时也不会导致股票价格显著变动,内幕交易行为对股票价格变动的实际影响无法辨别。^[23]在“陈某内幕交易案”中,虽然陈某内幕交易期间天山股份股票总换手率高达17.56%,但股价波动区间仅为6.49—7.10元。

其次,即使能够证明内幕交易造成股价变动,也没有理由认为投资者主要是因为价格达到预期而从事股票买卖并排除别的原因,因为不存在一个有足够信息依据确定股票真实价值的“完全有效市场”。“陈某内幕交易案”中,如果原告们自称受到股价波动的影响而买卖股票,会很难自圆其说:有何依据确信6.49元而不是其他价位(比如7.10元)是最合理的天山股份股价?如果原告认为有足够依据确定股票真正价格应当低于6.49元,为什么在内幕交易期间除被告外市场有更多投资者买入了大部分(90%)的股票?克拉克教授指出:“法律政策要求投资者自行评价股价波动的确切含义,否则太多的事后假设会被转化为可以寻求保护的权利。”^[24]

再次,即使内幕交易造成了股价可观察的变动,投资者反而会察觉出内幕交易的存在,理性

[18] See Dooly, *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, 66 Va. L. Rev. 1, 33 (1980).

[19] See Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School"*, 1986 Duke L. J. 628, 635.

[20] See Frank H. Easterbrook, *Insider Trading Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 311, 324 (1981).

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

[22] 参见前引[13], William K. S. Wang等书,第65—73页;前引[13], William Wang文,第1235页,第1239页。

[23] See William J. Carny, *Signalling and Causation in Insider Trading*, 36 Catholic U. L. Rev. 863, 887 (1986—1987).

[24] 参见前引[15], Robert Charles Clark书,第268页。

的做法应当是“同向”模仿内幕人进行交易，而不可能是被“引诱”进行了反向交易。^[25]正如美国伊斯特布鲁克法官所称：没有任何理由，当然更没有实证研究的支持，认为股票高价格会导致更多的卖出。公司股票价格攀升很难说会降低公司股票的吸引力，相反，股价一路走高会吸引更多的跟风者。投资者反而会认为股票“买盘”不断的背后应该有未公开的利好消息。^[26]

最后，王教授和斯廷伯格教授自己也承认，即使理论上存在某些“真正”被内幕交易行为“引诱”交易的少数投资者，实践中法院也很难分辨，虽然在诉讼中投资者都会自称如此。更不用说在集中竞价的交易市场中，法院根本无法区分哪些原告的交易是因被告的交易行为被“引诱”或被“优先”，哪些交易是由其他投资者的买卖或出价行为所导致。^[27]

至于两位教授所称的被内幕信息持有人的交易“挤出”的所谓“被优先”的投资者，他们并没有实际进行交易，这些投资者凭空想象出来的损失已经确定地无法获得法院的支持。^[28]

二、内幕交易民事责任功能质疑

对于上述内幕交易行为与投资者损失之间因果关系的论证困境，国内论者或者没有认识，或者有所察觉但仍得出一个“通说”：如果投资者无法证明因果关系，或者因果关系证明困难，应从鼓励诉讼出发，推定内幕交易行为与同期反向交易的投资者损失之间的因果关系。毋庸置疑，因果关系推定将消除内幕交易民事赔偿的主要障碍，极大地便利投资者获得赔偿。然而，法规则只有参照它们服务的目的被理解。^[29]无论从证券内幕交易民事责任的补偿功能还是威慑功能观察，通过因果关系推定促进民事诉讼的正当性都是值得怀疑的。

（一）赔偿功能

1. 国内论者论述对内幕交易与投资者损失之间因果关系进行推定的合理性，多是引用美国最高法院 1988 年 Basic, Inc. v. Levison 虚假陈述案（最终确立了公司虚假陈述与投资者损失之间因果推定的规则）作为依据，并想当然地认为美国也是如此。然而，内幕交易人没有误导股票价格（内幕交易行为反而引导股价向真实价格靠近），Basic 案的理论基础（欺诈市场理论）在内幕交易中根本无法应用，^[30]正如下文将指出的，在内幕交易案件中几乎没有希望获得美国法院的支持。^[31]

2. 国内论者对虚假陈述和内幕交易行为与投资者损失之间的因果关系不加区分，认为应当适用同样的推定规则，其背后隐含的因果逻辑是：在内幕交易过程中，如果被告事先公开信息，原告就不会在原先那个交易价格卖出股票（或买进股票），因此损失了本应获得的股票升值（或

[25] 参见前引 [23]，William J. Carney 文，第 890 页。

[26] 参见前引 [20]，Frank H. Easterbrook 文，第 324 页。

[27] 参见前引 [13]，William K. S. Wang 等书，第 73 页以下。

[28] 早在 1975 年 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Store 案中，原告认为被告不适当地发布悲观消息，误导自己没有及时买入股票而遭受损失。美国最高法院明确提出“买方—卖方规则”（The Purchaser—Seller Doctrine），即有权依据 10b-5 规则提起诉讼的原告必须实际参与了股票的买卖。有关评述参见前引 [15]，Robert Charles Clark 书，第 316 页以下。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》第 6 条同样规定，投资人以自己受到虚假陈述侵害为由，对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼，必须提供“进行交易的凭证等投资损失证据材料”。

[29] L. L. 富勒、小威廉·R. 帕杜：《合同损害赔偿中的信赖利益》，韩世远译，载梁慧星主编：《民商法论丛》第 7 卷，法律出版社 1997 年版，第 411 页。

[30] “欺诈市场理论”的主要含义是：假设市场是有效的，股票价格能够反映公司的一切公开信息，同时假定一般投资者是基于对股票市场价格的信赖作出投资决定的。在假设成立的基础上，由于被告披露的虚假信息对股票的市场价格产生了影响，使价格发生扭曲，投资者因依赖“价格”买卖股票而被“推定”受到了虚假陈述的误导，即使他在事实上并不知道该虚假信息的存在。简单的因果逻辑是：虚假陈述—价格被误导—投资者因信赖价格而受损。

[31] See Thomas Lee Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 6th ed., West Publishing, 2009, § 12.17, p. 357.

遭受本应避免的损失)。〔32〕

(1) 这种观点将内幕交易行为和沉默型虚假陈述欺诈行为等同,没有说明理由就直接跳跃式地推定“在同一时间段与内幕交易人进行反向交易的投资者,如果没有内幕交易,将不会如此操作”。然而,内幕交易人承担“要么公开信息,要么戒绝交易”的义务是一个容易造成误解的概括表述。公司是信息披露的责任和义务主体,内幕交易人通常没有任何权利(也没有义务)提前披露公司的内部信息,因此内幕信息持有人唯一的选择是“戒绝交易”,而非“披露信息和随后进行交易”。“要么公开信息,要么戒绝交易”名义上是一种信息披露规则,实际上是一种禁止私下使用公司信息进行交易的交易禁止规则。〔33〕如果内幕信息持有人选择不披露信息并不交易,投资者无权要求信息持有人披露信息,那些受损的投资者还是会进行不利交易;如果内幕信息持有人进行了交易,他违反的是戒绝交易义务,非信息披露义务,而内幕交易行为并没有误导股票价格。反内幕交易制度的功能不是为了迫使内部人提前公开公司信息,而是为了防止内幕人倚仗信息优势交易获利。

(2) 虽然证券法以信息公开为基本原则,但并非要求公司必须“立即”或披露“所有”重大信息。监管机关的公司强制信息披露政策必须在维护市场有效性和保护公司商业秘密、控制披露成本以及防止各类“未成熟”或“软信息”误导市场之间维持平衡。〔34〕在很多情况下,比如对于公司重组收购计划、资产买卖、合同签订、技术革新、公司董事会审定的公司年度收益状况、拟定的分红计划等很多公司内部重大事项,在监管部门规定的披露触发条件和披露期限内,公司都有权合法不披露信息。在“陈某内幕交易案”中,新疆屯河投资股份有限公司2004年6月24日与中国非金属材料总公司签订天山股份收购协议,天山股份29日发布“股权转让提示性公告”,没有违反监管机构的披露规则。对于正在洽谈之中的公司收购项目,交易各方都有义务保守商业秘密。在特殊情况下,甚至初步协议签订后,交易因条件限制无法履行、最终告吹的可能性也很大。如果公司贸然发布消息,反而会影响市场,误导投资者,招致赔偿责任。

市场信息披露具有滞后和不全面的固有特征,不存在能够反映公司真实信息的完全有效市场,股票价格不可能反映公司的所有信息。由于经验、时间和途径的差别,不同投资者掌握的公司信息不对称是再普通不过的事情。投资者都是在信息注定不完全的市场中进行猜测和博弈,承担市场风险。无论内幕信息持有人是否参与交易,都不会改变投资者之间相互换手、输赢自负的结果。

总之,如果在某些情况下内幕交易行为人还违反了信息披露义务,投资者可以虚假陈述为诉由要求其赔偿损失。在绝大多数情况下,投资者在交易中的亏损来自正常的市场信息不对称风险,而非为投资者所不知的内幕交易行为。〔35〕

3. 通过因果关系推定要求内幕交易人赔偿,意味着内幕交易人要对所有的投资损失负责,这是将投资者的市场决策风险统统转嫁给事后被发现的内幕交易者。在“陈某内幕交易案”,即使将原告范围限定在“同期交易者”,从事反向交易的投资者们所声称遭受的损失不仅对应着内幕交易人的获利,而且对应着同期其他所有交易对手的获利。若推定因果关系,陈某将不仅对“卖给”自己164.6757万股的投资者,而且还要对同期卖出1279.0043万股的其他外部股东的投资亏损

〔32〕 很多国内学者的论述中持该观点,并认为这是美国法上的通行理论或规则。参见张明远:《证券投资损害诉讼救济论——从起诉董事和高级职员角度进行的研究》,法律出版社2002年版,第166页;杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第355页以下;郑顺炎:《证券内幕交易规制的本土化研究》,北京大学出版社2002年版,第165页以下。

〔33〕 参见前引〔17〕,Donald C. Langevoort等文,第1676页。

〔34〕 对于强制信息披露成本与收益的讨论,参见〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第276页以下;Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549 (1984)。

〔35〕 See Stephen M. Bainbridge, *Insider Trading*, 2d ed., Foundation Press, 2007, pp. 159-160; Karjala, *Statutory Regulation of Insider Trading in Impersonal Markets*, 1982 Duke L.J. 627, 629-633, 648.

负责。由于被告无法要求其他获利投资者吐出获利，因而不得不替盈利的股东向受损股东贴钱。如果原告集团中每一个成员都就其实际损失要求获得赔偿，赔偿总额将非常惊人，对被告极不公平。

更重要的是，推定因果关系无异于给予那些碰巧与内幕交易“同期交易”的投资者一笔“意外之财”。因为那些在内幕信息公开之前、内幕交易期间之外进行反向交易受损的投资者不会获得任何补偿。所有在公司重大信息公开前进行致损交易的股东遭受的实际上是同样的不利（信息不公开），与内幕交易“同期交易”的投资者与那些在内幕交易期间之外进行交易的投资者没有什么不同，没有理由受到特别照顾。^[36]法律不应为了“增强投资者信心”而要求内幕交易人对市场博弈中的输家负责或提供价格保险。

（二）威慑功能

当然，难以证明内幕交易行为给投资者造成直接损失并不意味着内幕交易行为无害或无须制裁，内幕交易行为可能给证券市场效率造成损失、影响投资者的信心等。如果内幕交易民事诉讼能够成为一个有效的私人执法工具，那么通过因果关系推定给予原告（更多的是原告律师）损害赔偿这一激励，就可以促进私人“发掘”监管机关没有注意到的违法者，通过民事责任的惩罚使个体行为不经济，以补充公共执法不足。然而，与证券市场信息欺诈民事诉讼不同（尽管效用同样存疑），私人诉讼在威慑内幕交易中的作用是微乎其微的。

公司内部信息的传播速度和方式都是不可控的，因此内幕交易是最常见的证券违法行为。但即使是拥有强大调查、取证、执法能力的证券监管机关，发现和证实内幕交易也是非常困难的事情：内幕交易是秘密的，执法者经常只能将从日常、海量的证券交易中发现的异常交易量增加作为线索，结合公司此后一段时期内重大信息的发布和股价变动情况，核实交易人身份以及判断交易人是否是公司内部人或者是否可能与公司内部人之间存在某些密切联系、是否可能获得内部信息，如此从大量交易中初步甄别、过滤正常交易和可能存在的内幕交易，列出可疑清单，然后才能开始进一步的深入调查。而内幕交易人可以有很多方法掩盖其违法行为：如果持有公司内部消息人在公司发布重大消息几个月前进行交易，就很难将公司日后的“新”重大消息和以往不正常的“旧”交易相联系；交易人可以采用少量、多次的方式隐藏交易踪迹；交易人可以隐藏真实身份（如使用他人账户），以及透露信息让他人代为交易等。

即使监管机关发现了涉嫌内幕交易的行为，也难以证明。证券交易本身是正常、合法的，是交易人明知内幕信息并依此交易的“心理状态”导致这个交易成为被禁止的内幕交易。^[37]但内幕交易人的真实内心想法并不表现在外，除非自认，否则很难找到直接证据，监管机关或法院只能依靠交易记录、交易模式、当事人之间的关系、联系记录等间接证据证明或认定内幕交易的存在。内幕交易人尤其是公司外部人“会有100个理由解释自己为什么交易——没有一个是说自己事先知道内幕消息”。内幕交易案件的处理因而经常会耗时数年之久或不了了之。^[38]

与此相对，投入反内幕交易的监管资源是极为有限的（监管资源限定、监管对象和目标多样、任务繁重），监管机构为节省监管资源，只能采取“选择执法”方式，将精力放在那些容易

[36] See Howard M. Friedman, *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 68 N. C. L. Rev. 465, 485 (1989).

[37] See Thomas C. Newkirk, *Speech by SEC Staff: Insider Trading - A U. S. Perspective*, 16th International Symposium on Economic Crime, Jesus College, Cambridge, England, September 19, 1998, <http://www.sec.gov/>.

[38] 参见前引 [18]，Dooley 文，第 19 页。如 2008 年中国证券市场上曾讨论热烈的任准秀夫妇涉嫌内幕交易事件。2006 年下半年，任准秀夫妇在 S*ST 数码最终确定重组事宜后约第三天大量买入股票，成为上市公司十大流通股股东第一、二名。监管部门 2008 年 3 月就已经开始调查。虽然内部有观点认为任准秀在股价波动、信息可能泄露的敏感期大量买入股票，内幕交易的可能性非常大，但时至今日还没有作出结论。参见《任准秀夫妇持有 ST 盐湖 193.6 万股 暴赚 5000 万元》，《羊城晚报》2008 年 3 月 17 日；《证监会全力调查任准秀》，《新京报》2008 年 7 月 30 日。

用事实证明、执法产出较高的案件（比如那些公司收购等重大消息公布前后股价、交易量变动剧烈的案件）以及容易达成和解的案件，大多数内幕交易注定会成为“漏网之鱼”。〔39〕

证券监管机关发现和证明内幕交易尚且困难，投资者如果不是进行猜测，在民事诉讼中揭露和证明内幕交易行为和交易人的身份基本上是不可能的。从有效执法角度，美国、日本和欧洲等国家和地区对内幕交易民事诉讼的限制或冷漠也合乎情理：如果采用提高民事赔偿数额等方式对原告进行激励，不仅可能导致滥诉，更重要的是对帮助执法机关发现内幕交易几乎没有作用。无论给予投资者或集团诉讼律师多大的物质激励，也不会增加投资者或律师调查的途径和方法（除非也赋予民众类似执法机关的调查执法权，而这显然不现实）。投资者或律师没有能力、也不大可能自己发起调查，进而对执法机关没有注意或发现的内幕交易违法行为主动提起诉讼。投资者提起诉讼往往只能借助监管机关的事前调查或处罚结果。在美国，就内幕交易单独提起的集团诉讼数量极少，主要是行政或刑事处罚后的“寄生”民事诉讼。〔40〕在我国台湾也是如此。

当市场监管机关比私人更有能力获得损害发生的信息时，公共执法相比私人提起诉讼具有优越性。〔41〕如果希望加强对内幕交易的威慑力度，与其允许或鼓励民事诉讼搭公共执法机关的便车，无端给律师更多商业机会，徒增高额的集团诉讼成本，不如采取降低公共执法处罚证明标准或者直接增加处罚力度等方式来得更方便。

三、美国等国家和地区的法律实践

从美国等其他国家和地区的实证规则和经验来看，民事责任在规制内幕交易中发挥的功能也是十分有限的。

（一）美国

美国各州法律、1934年联邦证券交易法中的反欺诈概括性条款10b以及美国证券交易委员会（SEC）的10b-5规则起初都没有涉及反内幕交易的内容。SEC直到1961年才在 *In re Cady, Roberts & Co.* 行政处罚案件中首次提出内幕交易行为是一种证券欺诈行为以及内幕信息持有人“要么公开信息，要么戒绝交易”的基本原则。〔42〕此后美国联邦最高法院先后作出三个有关内幕交易的重要判例，将负有“要么公开信息，要么戒绝交易”义务的内幕交易人范围从对公司事先负有诚信义务人（1980年 *Chiarella v. United States* 案）最后扩展到信息盗用人（1997年 *United States v. O'Hagan* 案）。〔43〕但这几个案件均为刑事或行政处罚案件，内幕交易是否造成投资者损失与被告承担刑事或行政责任无关，美国最高法院也没有对民事责任问题发表过明确意见。

1. 在美国国会通过1988年内幕交易和证券欺诈执行法（*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*）（下称“1988年法案”）之前，投资者依据10b-5规则提起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

〔39〕 参见前引〔18〕，Dooley文，第19页。

〔40〕 同上文，第16页；前引〔35〕，Stephen M. Bainbridge书，第32页。

〔41〕 参见〔美〕斯蒂文·萨维尔：《事故法的经济分析》，翟继光译，北京大学出版社2004年版，第328页。

〔42〕 杜雷等学者在考察美国国会、SEC的立法材料后认为，国会在制定1934年证券交易法反欺诈概括性条款10b，甚至1942年SEC发布10b-5规则时，都没有考虑过如何对待内幕交易。虽然1934年证券交易法第16条（b）款规定了“短线交易归入权”，但这不等于美国国会当时认为应该禁止内幕交易，国会当时关注的是公司经理等内部人操纵股市和投机，而不是为了制止他们利用信息优势获利。参见前引〔18〕，Dooley文，第55页以下；前引〔20〕，Frank H. Easterbrook文，第317页以下。在实务上，“短线交易归入权”的适用对象（只适用于公司高管等明文规定的人员）、适用范围（只适用于6个月内的买卖行为）较窄，很容易被规避。

〔43〕 有关案件的简要叙述和评论参见前引〔35〕，Stephen M. Bainbridge书，第50页以下。

因果关系)。汉米尔顿和摩西两位教授观察到，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。^[44]即使个别明确表明受理内幕交易民事损害赔偿诉讼的法院（主要是美国联邦第二巡回法院），最后也对内幕交易民事赔偿的数额进行了极大的限制。

(1) 在 1972 年 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 遗漏型虚假陈述案中，被告向自己客户隐瞒公司利好消息，诱使客户向自己卖出股票获利。美国联邦最高法院认为，被告有义务向原告披露信息而未披露，此时原告无须证明其对被告陈述的积极信赖，只要未经披露的事实重大，就可以推定原告损失和与被告未披露信息之间存在因果关系。

在 1974 年 *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*^[45] 内幕交易上诉案中，被告提出交易行为与原告损失没有因果关系的抗辩。美国联邦第二巡回法院指出，被告的交易发生在匿名和随机匹配委托的证券交易场所，辨别与被告卖出股票行为相对应的原告的特定购买行为客观上非常困难。如果依据买卖委托单的随机配对情况来判断被告是否给原告造成损失，是对被告“公开或戒绝之义务”的嘲弄。法院然后援引了 *Affiliated* 案，认为在内幕交易案件中投资者损失和内幕交易行为也可以适用因果关系推定，只要被告进行内幕交易时隐瞒的信息具有重大性，原告如果知道该信息就不会购买该股票，内幕交易行为与投资者损失之间就存在因果关系，原告无须举证是因为被告的交易行为而遭受损失。法院还认为，所有与内幕交易行为在“同一个时间段内”进行反向交易的“同期交易者”都可以作为原告。法院解释说，不能因为信息一直没有披露，就让被告承担责任的期间超出其实施内幕交易的期间。被告的公开信息义务只针对与其同时交易的投资者，非同时交易者不得要求“公开或戒绝”规则的保护，因为他们没有遭受与信息优势者进行交易的不利。然而，对于如何计算投资者损失这个最终问题，第二巡回法院只是笼统称被告应赔偿原告由于内幕交易所遭受的实质性损失，发回初审法院处理。

(2) 在 *Shapiro* 案仅两年后，美国联邦第六巡回法院就在著名的 *Fridrich v. Bradford* 案中明确反对 *Shapiro* 案的因果关系推定。^[46] 法院强调，是“被告的交易行为（而不是信息不公开）本质上构成了对 10b-5 规则的违反，是交易给违法者带来了不法收益，是交易行为对市场造成了损害”。在第六巡回法院看来，*Shapiro* 案没有区分虚假陈述和内幕交易的不同，没有正确认识内幕交易“要么公开信息，要么戒绝交易”的性质，错误认为被告负有信息公开义务，应当对原告因没有同时获得公司内部信息遭受的损失负责。法院认为，那些“同期交易者”的损失是信息不公开导致的，而被告不但没有义务公开信息，而且有“绝对义务保持公司重大信息处于秘密状态”。

法院反驳了 *Shapiro* 案中第二巡回法院对最高法院 *Affiliated* 案的引用，指出 *Affiliated* 案涉及的是“面对面”交易，因果关系推定的基础是原告出卖股票是被告故意诱导的结果，被告隐瞒信息的欺诈行为直接导致了客户的损失。法院认为，即便因为证券市场的非人格化性质而不再要求严格的因果关系论证，但原告损失与被告行为之间至少应当存在类似或多少有一些因果关系的因素。除非原告举证证明被告的交易行为在某种程度上影响了他们的买卖决定，*Affiliated* 案的结论在证券匿名交易市场中无法适用。

(3) 面对大量批评，美国联邦第二巡回法院在 1980 年 *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 案^[47] 中采取了折衷的处理方式，没有继续争辩因果关系问题，转而分析 *Shapiro* 案搁置的赔偿问题，

[44] See Roberts W. Hamilton & Jonathan R. Macey, *Cases and Materials on Corporations*, 10th ed., Thomson West, 2008, p. 908.

[45] *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974).

[46] *Fridrich v. Bradford*, 542 F. 2d 307 (6th Cir. 1976).

[47] *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980).

总体上限制了内幕交易人的赔偿数额。

法院首先讨论了证券虚假陈述案件常用的“投资者实际损失方法”：投资者的损失是买入或卖出股票的价格与消息公开后合理价格的差额。法院认为该方法在内幕交易案件中无法适用。首先，与“面对面”的欺诈交易不同，原告的交易行为是独立和自愿的，没有足够证据表明原告的交易行为受到了被告交易行为的影响，原告无法证明内幕交易与其受损事实的因果关系。其次，股票的合理价值很难认定，导致市场价格波动的因素很多。最后，这种损害赔偿计算方式过于严酷。法院举例说，如果一个内幕交易人仅卖出了10股交易量很大的股票（比如IBM公司的股票），内部信息公开后股价跌落，要求被告承担所有同期交易的股东由于市场价格下跌遭受的损失，对被告极端不公平，意味着被告将被迫替盈利的股东向受损股东贴钱。

就“直接后果法”（如果内幕交易人卖出股票导致股价下跌，同期买入投资者可以主张股价下跌的损失）而言，法院指出，这种方法的优势在于与内幕交易行为建立直接的因果联系，也可以控制赔偿数额。但问题是，原告很难证明是内幕交易人的行为导致了股价的下跌（尤其是内幕交易只占总交易量的一小部分），而且如果内幕抛售行为没有造成股份下跌，内幕交易人就可以逃离惩罚。

基于此，法院最终采用了“吐出利益法”，即虽然同期交易者可以主张自己出售价格与合理价格之间的差额，但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。法院解释说，在大部分内幕交易案件中，内幕交易给投资者造成的损害通常是很小的，而且被告的不法收益大致对应于投资者的损害。“吐出利益法”不仅容易计算，而且可以避免过度的赔偿，也能达到威慑目标，总体上是最衡平的救济方法。

Elkind案确立的以内幕交易人获利为限的民事赔偿规则不仅被美国国会1988年法案接受，也是日后美国法院几乎不可能改变的规则。^[48] Elkind案的直接后果是：虽然有些美国法院允许因果关系推定，但绝非像大多数国内学者所认为的那样“给受害者获得充分民事赔偿提供了一项利器”。虽然那些同时交易的投资者是以“索赔”的名义出现，但法院对赔偿额的限制又很难说达到了投资者“索赔”的目的：因为无论原告人数多少，不过是原告之间分配赔偿金额的比例有变化，内幕交易者仍然只是吐出非法所得。这种按比例分配的结果必然导致原告们只能得到一些象征性的补偿，与投资者所诉称的“损失”相去甚远。

第二巡回法院在Elkind案中的论证存在内在矛盾：法院一方面不愿意放弃Shapiro中“内幕交易行为与同期投资者买卖股票”之间的“交易”因果关系推定规则，另一方面在讨论赔偿额时却以投资者损失与内幕交易一般不存在“损失”因果关系为由，认为无法适用“投资者实际损失方法”。而按照证券欺诈一般规则，如果法院认定被告行为与原告交易行为之间存在交易因果关系，被告就应当赔偿原告交易的全部损失。正如法院自己指出的：“内幕交易赔偿的计算存在很多困难……该方法存在的一个问题是改变了10b-5规则项下违法者对投资者的赔偿一般不以其获利为限制的原则。”

有趣的是，对Elkind案该做法最有说服力的理论解释来自第六巡回法院Celebrezze法官在Fridrich案附和意见中对Shapiro案的一段评论：那些在相同时间交易的投资者不过是“替代原告”（surrogate plaintiff）——在“外观”上这些投资者毕竟是有可能和内幕交易人构成直接交易关系的群体。由于在匿名市场上难以事后辨析购买者和卖出者，因此需要有原告出面来完成10b-5规则的“阻吓”作用。

更进一步，如果法院将这些原告作为“替代原告”，那么法院允许民事诉讼的基本目的就不

[48] See Jesse H. Choper, John C. Coffee, Jr., Ronald J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 6th ed., ASPEN, 2003, p. 514.

是要足额补偿这些投资者的损失，而是为了实现威慑目标。^[49] 法院是被动的执法机关，必须等待原告提起诉讼。允许“同期交易者”提起诉讼，与其说是当然的结论，不如说是法院为了贯彻威慑的政策目标而寻找的“虚拟”原告。

第二巡回法院在 Elkind 案的判决中强调民事诉讼的威慑作用后，不无遗憾地指出：虽然“吐出利益法”是最衡平的救济，但扣除诉讼等成本后，原告们按比例分配这些“不法收益”所能够获得的实际赔偿很少，实际上已经没有动力提起集团诉讼了。

2. 1984 年前，SEC 对于内幕交易的行政处罚主要有两个手段：请求法院开出禁止令以及要求内幕交易人吐出违法利益。这些处罚措施无法阻吓内幕交易活动：禁制令是阻止内幕交易人以后再次从事内幕交易，吐出违法收益只是使违法人“回复”到未违法之前的“原状”，违法人没有受到额外的惩罚。虽然内幕交易人还可能面临刑事指控，但刑事被告人受到严格的刑事程序的保护，被刑事追究的内幕交易人非常少。^[50]

为打击日益严重的内幕交易行为，美国国会制定了 1984 年内幕交易处罚法（Insider Trading Sanction Act 1984）（下称“1984 年法案”），授权 SEC 以原告的身份对被告提起民事诉讼，有权对内幕交易人、内幕消息泄露人等征收不超过违法者从事内幕交易所获利益或所避免损失数额三倍的民事罚款（civil money penalties）。该民事罚款不影响 SEC 同时处以其他（如行政处罚等）行政处罚措施。虽然该三倍罚款由 SEC 提起且是惩罚性的，但在性质上被界定为民事罚金，适用民事诉讼程序，法院将采用优势证据原则判案，SEC 的举证责任较轻。避开对被告严格的程序保护，便利 SEC 使用民事程序惩罚、打击内幕交易行为是 1984 年法案的一个主要目标。^[51] 日后的实践也表明，1984 年法案规定的该民事处罚成为 SEC 极端重要的执法手段。^[52] 另外，1984 年法案将个人刑事罚金由 1 万美元提高到 10 万美元。^[53] 为增加威慑力度，与花费更多执法成本发现和甄别违法活动相比，增加对被抓获违法人的惩罚水平可以低成本达到同样的威慑目的。这正是美国 1984 年和 1988 年法案的主要目的。

根据 1988 年法案，SEC 不仅有权对直接内幕交易者以及信息泄露人处以最高不超过从事内幕交易所获利益或所避免损失数额三倍的罚金，而且将处罚对象扩展到内幕交易人或泄密人的直接或间接控制人。如果控制人明知或因重大过失（reckless）没有发现被其控制的人参与内幕交易或泄露信息，或者没有采用适当的措施避免这些行为的发生，以及控制人明知或由于重大过失没有建立、维持、执行有关规则要求的内控措施，SEC 可以对其处以最高金额为 100 万美元或三倍于内幕交易所获得利润或所避免损失的罚金。法案明确要求证券经纪公司及其咨询公司制定公司内部规章或政策，采取切实步骤和内控措施阻止或预防其成员滥用非公开信息。

1988 年法案的直接目标是对内幕交易人的“控制人”施加更严厉责任。正如美国国会在立法报告中指出的：证券公司对他们自己雇员或代理人的有力监督是联邦对投资者进行保护的制度框架的

[49] 参见前引 [36]，Howard M. Friedman 文，第 484 页以下。

[50][51] See Carole B. Silver, *Penalizing Insider Trading: A Critical Assessment of the Insider Trading Sanctions Act of 1984*, 1985 Duke L.J. 961, 962.

[52] 在刑事诉讼中，执法机关承担很重的证明责任，不仅要证明内幕交易人知道内幕消息，还要证明内幕交易人实际利用内幕消息进行了交易。比如在 1998 年 United States v. Smith 案中，第九巡回法院认为在刑事诉讼中公诉方要“排除合理怀疑”地证明嫌疑人的交易行为与他所知道的内幕信息有关，嫌疑人实际利用了内幕信息进行交易。而在 SEC 提起的民事诉讼中，即使没有直接证据证明被告利用内幕信息进行交易，也可以根据被告的交易行为（如在消息公布前大量买入公司股票）等一些间接证据认定。比如在 1998 年 SEC v. Adler 民事诉讼案中，法院认为被告持有内幕信息就可以认定其随后的交易是内幕交易行为，应由被告证明其持有的内幕信息不是交易的原因。参见前引 [37]，Thomas C. Newkirk 文。

[53] 参见前引 [50]，Carole B. Silver 文，第 973 页。

基础,对于内幕交易,考虑内部人有滥用信息的特别机会,加强监督的必要性显而易见。^[54]相对于监管机关,控制人具有信息优势且控制成本低,通过事后处罚没有尽到监督职责或没有采取有效措施防止内幕信息泄露的公司、公司高管等信息控制人,可以有效地激励其他控制人事前采取行动,减少内幕交易的发生。

另外,1988年法案还设立了举报奖励制度,对于举报内幕交易行为的人,SEC可以给予全部民事罚金的10%进行高额奖励。1988年法案对刑事责任也进行了调整:对个人刑事责任罚金的最高金额从10万美元提高到100万美元,最长监禁期从5年增至10年。对单位刑事罚金从50万美元提高到250万美元。^[55]2002年美国国会颁布萨班斯法案(Sarbanes-Oxley Act)。法案第1106条将个人内幕交易刑事责任罚金的最高金额从100万美元提高到500万美元,最长监禁期从10年增至20年,对单位刑事罚金从250万美元提高到2500万美元。

3. 在SEC的建议下,1988年法案参照第二巡回法院Elkind案的做法,增加了第20条A款,创设了内幕交易受害者的明示诉权。该条规定: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。信息泄露人和符合上述行政处罚条件的控制股东承担连带责任。该条同时又规定,内幕交易责任人的赔偿范围限于其所得利润或所避免的损失,而且如果违法者已经被SEC处以诸如“吐出利益”的处罚,该罚金要在民事赔偿中扣除,且民事赔偿不能类推适用行政处罚中“三倍罚金”规则。

同Elkind案一样,1988年法案对民事赔偿仍然持谨慎态度,同样是在宣示意义上对投资者的安抚,也不愿意提高被告的赔偿金额来解决投资者起诉动力不足的问题,民事诉讼对内幕交易也不会有什么额外的威慑。司法实践中,这个明示诉由带给投资者的也只是名义上的程序便利。即使投资者依据该条提起诉讼,大多数内幕交易索赔请求还是被法院驳回。主要原因一是原告不属于法院认定的“同时交易者”范围(1988年法案没有对“同时交易者”进行定义,不同法院的认定标准有所差异),二是原告缺乏证据证明被告在交易时持有非公开信息。^[56]

(二) 日本

日本1948年颁布证券交易法后,曾先后对该法进行过数十次修订,但始终没有规定内幕交易民事赔偿问题。在1992年日本东京地方法院判决的首例追究内幕交易民事责任的案件中,法院认为内幕交易行为与原告的损失之间没有因果关系,驳回了诉讼请求。^[57]有学者指出,内幕交易的被害者不是由于内幕交易而受害,而是因为信息没有适时公开而受害。如果有违反公开义务的情况,即使没有内幕交易,原告也可能受到损害。因此应当要求负有公开情报义务的主体承担证券法上虚假陈述的责任。^[58]实践中,有因内幕交易受到损害的投资者以被告没有公开重要事实为由提起诉讼,法院予以支持。^[59]

日本1988年修订证券交易法时规定了内幕交易的刑事责任,1997年完善了刑罚罚则,内幕交易人将被处以3年以下的徒刑或300万日元以下的罚金或二者并处。法人的代表或自然人的代理人、从业人员等实施与该法人或自然人的业务或财产有关的违法行为,有关法人或自然人也将

[54] 参见前引[36], Howard M. Friedman文,第477页。

[55] 美国2002年安然事件后通过的公众公司会计改革和投资者保护法进一步规定,任何人通过信息欺诈或价格操纵、内幕交易在证券市场获取利益,最多可监禁25年或处以罚款,对违法的注册会计师可判处10年以下监禁或罚款。

[56] 参见前引[44], Roberts W. Hamilton等书,第908页。

[57] 参见[日]河本一郎、大武泰南:《证券交易法概论》,侯永平译,法律出版社2001年版,第289页;顾肖荣:《日本证券内幕交易的民事责任》,《法学》2002年第1期。

[58] 参见上引顾肖荣文。

[59] 参见前引[57],河本一郎等书,第291页。

被处以1亿日元以下罚款，被称为“两罚规定”，督促法人和自然人对其雇员加强监督。^{〔60〕}

2004年日本又修订证券交易法，重点一是强化民事救济，二是引进类似美国SEC行政执法中的民事罚金的“课征金”制度，并扩大了监管机关的调查权限。日本监管机关有权通过特定行政程序，直接对内幕交易、虚假陈述等市场欺诈行为课以罚金。修订后的证券交易法明确了发行人的无过错赔偿责任以及损害因果关系的推定，但推定仅限于发行人的虚假陈述与投资者损失之间的因果关系，对于内幕交易行为不适用。^{〔61〕}2006年，为应对金融资本市场环境的变化，日本对各类金融产品规则进行了分类整合，将证券交易法更名为“金融商品交易法”。金融商品交易法提高了各类金融产品的信息披露要求，同时再次提高了对证券违法行为的刑事和行政惩罚力度。^{〔62〕}

（三）欧盟国家

20世纪80年代以前，德国等欧洲多数国家不主张控制内幕交易。法国直到1970年才制定反内幕交易的立法，也是第一个制定反内幕交易法的欧洲国家。1989年欧洲共同体理事会制定了《内幕交易监管指令》（89/592/EEC号指令），2003年欧盟立法机构发布了《内幕交易和市场操纵监管指令》（2003/6/EC号指令），对内幕交易的定义、内幕信息、内幕交易人范围、内幕交易行为类型、例外等进行了原则规定，为成员国禁止内幕交易制定了最低标准，是欧盟国家反内幕交易的基础法律框架。对于执法方式，89/592/EEC号指令第13条要求各国应该采取足够的惩罚措施促进行为人的自律，没有规定内幕交易是否应被成员国列为刑事犯罪。现今，所有成员国都规定了内幕交易的刑事责任。^{〔63〕}但实践中，这些国家发现运用刑事责任阻吓内幕交易的效果不彰：刑事责任证明标准和要求很高、程序复杂，被提起指控的人很少，最后真正被处以刑罚的人就更少。^{〔64〕}

在欧盟国家，内幕交易行为执法的一个显著趋势是各国均加强了执法机关的执法权限，特别是引进了“民事（行政）机制”，主要目的是简化程序、降低证明标准。监管机关还可以根据市场情况对处罚标准进行细节修正，更加灵活。其中所称的“民事”责任，并非指受害人提起的民事诉讼，而是由监管机构提起，实为一种行政处罚，违法者缴纳的不是损害赔偿金而是罚金。^{〔65〕}西班牙内幕交易刑事责任规定得非常严格，而其“民事”责任（罚金）的适用范围和处罚条件最为宽松，罚金没有上限。英国和德国是传统上以刑事责任制裁内幕交易的国家，英国2000年发布金融服务和市场法（Financial Services and Markets Act 2000），将内幕交易和操纵市场等列入市场滥用行为，英国金融服务监管局（Ficial Services Authority, FSA）有权对市场滥用行为处以其认为合适的行政罚款。德国2004年修订的证券交易法中也制定了类似规则，对于违法行为人可处以20万欧元的罚金。

欧盟2003/6/EC号指令第39条特别指出，对于内幕交易，各成员国在刑事处罚外，需确保采取适当的行政措施或行政制裁手段。对于是否应规定民事责任，指令未涉及，由各国自定。原因是内幕交易产生于匿名市场，一般是市场受到损害而不是个别投资者受到欺骗，民事赔偿在理论上存在问题。^{〔66〕}目前为止，欧盟尚无国家对内幕交易民事责任作过特别规定。投资者可提起

〔60〕 参见前引〔57〕，河本一郎等书，第289页。

〔61〕 参见黄铭桀：《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《赖英照大法官八秩华诞祝论文集——现代公司法制之新课题》，台湾元照出版社2005年版，第623页以下。

〔62〕 参见庄玉友：《日本金融商品交易法述评》，《证券市场导报》2008年第5期。

〔63〕 See R. C. H. Alexander, *Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation*, Ashgate, 2007, p. 113.

〔64〕 比如英国在1980年公司法中就规定了内幕交易的刑事责任，其后的25年间，伦敦证券交易所共向监管机关上报了大约625万个涉嫌内幕交易行为的材料，但执法机关只提起了不到50宗内幕交易指控，不到30宗行为人获罪，而且获罪的行为人绝大部分是自认其罪，只有10宗行为人否认犯罪。同上文，第201页。

〔65〕 前引〔63〕，R. C. H. Alexander文，第203页。

〔66〕 See Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002, p. 770.

普通民事诉讼,但须证明因果关系。

(四) 我国台湾

我国台湾对于内幕交易没有行政处罚的相关规定。1988 修订后的证券交易法规定了内幕交易的刑事责任,此后经 2000 年和 2004 年两次修改,刑罚水平不断提高。2004 年证券交易法将内幕交易的刑事责任规定为“3 年以上 10 年以下有期徒刑,得并科 1000 万元以上 2 亿元以下罚金。如犯罪所得金额达 1 亿元以上者,处 7 年以上有期徒刑,得并科 2500 万元以上 5 亿元以下罚金。如损及证券市场稳定者,加重其刑至二分之一”。但由于证明要求高和程序的严格保障,实务上,自 1988 年至 2004 年的 16 年间,只有 35 件内幕交易刑事案件被起诉,法院最后判决有罪的为 10 件,被告 17 人。刑罚也不重,绝大部分未满一年,且多半可以易科罚金。^[67]

我国台湾 2006 年修订前的证券交易法第 157 条之一第 2 款参照美国立法,规定了内幕交易人的民事责任。^[68]学者对该条的解释是,内幕交易人对善意从事相反买卖的人负损害赔偿责任,原告无须证明交易因果关系及损失因果关系。司法实务中,内幕人“买入或卖出该股票之价格与消息公开后十个营业日收盘平均价格之差额”被理解为本条“拟制”的内部人的最高赔偿限额。^[69]但如果这个“差额”为零或负,无论被告是否实现利益都无民事责任。^[70]这可能导致违法者保有违法利益的情况。^[71]此外,为配合内部人的赔偿上限,原告的求偿权亦受到限制,起诉的投资者只能按照其买卖股份占内幕交易当日交易额的比例获得部分被告应支付的赔偿。^[72]因此,内部人很少因民事诉讼而吐出非法所得。

2006 年,我国台湾修订证券交易法第 157 条之一第 2 款,改为以赔偿权利人的损失为基础计算赔偿金额,以求增加民事诉讼的威慑作用,规定“违反前项规定者,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,与消息公开后十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”。此处的三倍赔偿具有惩罚的性质,赔偿金支付给原告,而非如美国立法归于国库,目的是鼓励私人诉讼。然而,这不仅会导致投资者获得额外的收入,^[73]也无法厘清投资人损失与内幕交易行为不法行为之间的因果关系,^[74]学者认为其妥当性值得探讨。另一方面,为避免内幕交易人无论买卖股数多寡均负相同的赔偿责任,赔偿金额可能巨大,不符合比例原则,该条同时规定“其情节轻微者,法院得减轻赔偿金额”。^[75]我国台湾法院日后如何解释和适用修订后的该款,以及民事诉讼赔偿范围如何变化,还没有相关判决,尚待观察。

[67] 参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,台湾元照出版社 2009 年版,第 386 页。

[68] 该款规定,违法进行内幕交易者,“应就消息未公开前买入或卖出该股票之价格,与消息公开后十个营业日收盘平均价格之差额限度内,对善意从事相反买卖之人负损害赔偿赔偿责任;其情节重大者,法院得依善意从事相反买卖之人请求,将责任限额提高至三倍。”

[69] 参见前引 [67],赖英照书,第 560 页。

[70] 参见余雪明:《证券交易法》,台湾证券暨期货市场发展基金会 2003 年版,第 656 页。

[71] 赖英照教授举例说:假设 A 公司董事长以每股 100 元利用内线消息买入 100 万股,内幕消息公开后 10 个营业日公司股票平均收盘价为 150 元。假定消息公开后,股价连续涨 20 天,每股从 100 元涨至 200 元,内幕人在 200 元处卖出股票,获利 1 亿元,但按照公式,每股仍以 150 元计算,内幕人仍保有利益 5000 万元。又假如消息公开后,股价连续暴涨 5 天,董事长此时卖出股票获利。但第 6 天市场有利空消息出现(例如石油危机、战争等),股价暴跌,10 个营业日公司股票平均收盘价不到 100 元,此时内幕人即无赔偿责任。前引 [67],赖英照书,第 566 页以下。

[72] 同上书,第 569 页。

[73] 前引 [67],赖英照书,第 563 页;刘连煜:《新证券交易法实例研习》,台湾元照出版社 2008 年版,第 425 页。

[74] 参见廖大颖:《论内线交易行为所获不法利益与损害赔偿之关系——最高法院九十六年度台上字一二四四号民事判决遗留的疑点》,台湾《月旦法学杂志》2010 年第 2 期。

[75] 参见前引 [67],赖英照书,第 563 页;前引 [73],刘连煜书,第 425 页。

四、结 论

1. 尽管内幕交易禁止已经成为美国和多数国家立法或司法的确定规则，但自曼宁教授 1966 年对内幕交易管制的合理性提出质疑以来，对内幕交易是否应该管制以及如何管制还没有一个哪怕是基本的共识。^[76] 笔者无意探讨这个宏大叙事，但一个当今美国很少有学者否认的基本事实是：50 多年过去了，还是没有人能够说明哪些投资者是内幕交易行为的受害者。^[77] 学者和法院的视角也早已从内幕交易是否给投资者造成了损失，转向内幕交易行为对证券市场效率、流动性影响的争论：允许内幕交易和禁止内幕交易究竟哪个更能促进信息披露。^[78]

美国联邦最高法院早在 1983 年 *Dirks v. SEC* 案中就曾指出：“在许多情况下，在内幕交易行为和外部投资者的损失之间可能不存在因果联系。在某种意义上，市场价格波动以及投资者们不可避免地要根据不完全和不正确的信息行事，市场上总是有赢家和输家。但是，那些输家并不必然是被欺诈的投资者。”^[79] 到了 1997 年的 *O'Hagan* 内幕交易案（在本案中法院将内幕交易人的范围扩展至所有“盗用信息”者，是 SEC 就内幕交易规制在联邦最高法院取得的最大胜利），美国联邦最高法院干脆闭口不提内幕交易是否给投资者造成了实际损失，谈论的是内幕交易对公众信心、市场效率、流动性等可能造成的外部成本。^[80]

有很多违法行为危害公共利益，但未必非要找出特定的受害人。虽然在内幕交易中发生了“财富转移”（外部股东的财富“净溢出”到内幕交易人手中）是个事实，但与其说是内幕交易“导致了”个别投资者的损失，不如更确切地说是内幕交易人凭借信息优势加入匿名交易，在整体上占了外部投资者的便宜，是对投资者整体利益的危害。^[81] 投资者整体“外溢”的损失分摊到每个参

[76] 考克斯教授指出，虽然存在激进的内幕交易管制，但缺乏连贯的、更不用说是表达清晰的理由。参见前引 [19]，Cox 文，第 634 页；史提芬教授认为，内幕交易是证券法争议最大的领域之一。参见前引 [35]，Bainbridge 书，第 4 页。SEC 前主席卡梅尔教授也承认，尽管非常多的文章讨论内幕交易，但对为什么内幕交易是违法行为还没有达成一个一般共识。See Roberta S. Karmel, *Outsider Trading on Confidential Information—A Breach in Search of Duty*, 20 *Cardozo L. Rev.* 83, 83 (1998).

[77] Henry G. Manne, *Keynotes Address*, 4 *J. L. Econ. & Policy* 225, 228 (2007).

[78] 正是在这点上，曼宁等学者认为，禁止内幕交易可能不会如想象的那样促进公司信息披露，因为只要能找到不公开信息的正当理由，公司内部控制人就会选择不公开信息（如果选择让公司提前披露消息，其后再行交易也无利可图）。此时如果允许内幕交易，重大信息就会被连续的内幕交易不断反映到交易价格中（除非股价体现了股票的真实价格，否则内幕交易不会停止），最终使价格能精确地反映公司内部信息，提高市场效率。这个认识的一个重要推论是：由于内幕交易使股票价格向股票的真实价值运动，不仅使跟从价格指引的投资者获利，甚至对于那些“反向交易”的股东也会获得好处。在“陈某内幕交易案”中，内幕交易期间天山股份的股价变动区间为 6.49—7.10 元，假设公司合理股价为 6.49 元（没有反映收购信息的价格），真实价格为 7.10 元（反映收购信息的价格）。如果没有内幕交易，愿意卖出股份的股东只能以每股 6.49 元的价格成交，消息公布后公司股价为 7.10 元，卖出股票的股东平均每股“亏损”0.61 元。那些相应买入股票的外部投资者“幸运”获利。如果被告进行内幕交易，投资者跟随买进的行为导致股价升高（假设股票交易平均价格为 6.79 元），卖出股票的股东就能以每股 6.79 元的价格卖出，少“亏损”或者说“多卖”0.30 元，相应买入股票的股东则每股少盈利 0.30 元。虽然卖出股票的股东仍然亏损 0.31 元。但这是公司公开信息前正常的市场博弈结果。内幕交易不仅没有侵害投资者，反而将信息披露前股价上涨的收益在普通投资者之间进行了更为公平的重新分配。

[79] *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646, 666 (1983).

[80] 参见前引 [31]，Thomas Lee Hazen 书，第 391 页；Robert B. Thompson, *Insider Trading, Investor Harm and Executive Compensation*, 50 *Case West. Res. L. Rev.* 291, 299—300 (1999—2000).

[81] 王教授和斯廷伯格教授认为，如内幕交易人隐瞒利好消息买入股票，其买入股票的行为将导致市场上外部股东持有的股份总体数量相应减少，这些股份的价格升值由内幕交易人所占有；如果内幕交易人隐瞒利空消息卖出股票，必定会导致市场上外部股东持有的股份总体数量相应增加，外部股东承担了这些股份的价格跌落损失。总体上说，与内幕交易人同向交易的外部股东的盈利总和小于与内幕交易人反向交易的外部股东的损失总额，差额大致等于内幕交易人的收益。参见前引 [13]，William K. S. Wang 等书，第 62 页以下。

与交易的投资者身上是很小的。

如果认为内幕交易人从投资者身上获利，投资者们无论如何应有权追回损失，由于内幕交易的损害对象不可辨认和原告因果关系的举证困难，法律在技术上允许因果关系推定以便利民事诉讼亦未尝不可，那么此时应当限制内幕交易人的赔偿责任。否则，不仅对内幕交易人极不公平，也给了那些碰巧与内幕交易人同期交易的投资者一笔意外之财。

况且，即使非得强调民事救济对投资者信心的重要性，监管部门也完全可以在执法过程中替代原告收集民事赔偿，将内幕交易人吐出的非法所得依照行政程序直接分配给受害投资者，从而无须投资者再行提起民事诉讼。在2002年美国萨班斯法案之前，SEC就开始将证券欺诈者吐出的非法所得分配给受害投资者，分配程序在SEC主导下进行，与SEC对证券欺诈行为的调查、处罚相结合。考虑到行政补偿程序比较简便和富有效率，以及为缓解民事集团诉讼的压力，索克斯法案第308(a)条明确规定了SEC利用没收的非法所得和特定情况下的罚款建立公平基金(Fair Fund)，对投资者进行补偿的权力。^[82]

在中国，如果最高法院最后出台的相关司法解释对于内幕交易民事赔偿诉讼坚持被市场一致诟病的“参照虚假陈述司法解释前置程序的规定来确定案件的受理”，原告即使在理论上也不能在监管机关之外查证并首先发起诉讼，只能在“有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书”的基础上提起诉讼，^[83]民事诉讼将彻底成为没有多少意义的法庭游戏。

而如果中国法院为安抚市场情感而无限制推定内幕交易与投资者损失之间的因果关系，或者更进一步如有些论者所倡导的法院可以无须等待监管机关的结论，仅凭对某些异常交易行为的怀疑来推定内幕交易的存在，则必会导致滥诉，因为证券市场中某只股票在特定时间段内的集中大量交易是太常见不过的事情。那时，包括社保基金在内的“有钱的”机构投资者，而不是那些招致公愤的构筑“老鼠仓”的个人，会首当其冲成为目标，造成证券市场的全局动荡。

2. 对于反内幕交易行为的法律执行，发现和证明的困难可能导致投入的巨额执法成本没有回报，除了少数倒霉者，总体上对蔓延在市场上的内幕交易构不成威胁。^[84]恐怕没有哪个国家有“普适天下”的成功经验。如果有，也是结合自己市场发展现状、执法水平和资源的“中庸之道”——使包括内幕交易在内的各类证券市场欺诈行为维持在市场可以容忍的水平。一般而言，由于调查能力的天然限制，民事诉讼在协助执法、威慑内幕交易方面的功能是极其有限的。如前所述，多数国家的执法策略都是向强化信息披露制度以及增进公共执法方面进行努力：一方面，制定更加明确和详细的信息披露政策，打击虚假陈述行为，提高信息披露水平；另一方面，通过增加调查人员、加强市场监管和奖励举报人、采取电脑自动识别等高科技辅助调查手段提高抓获

[82] 由于索赔投资者人数众多，识别适格原告和公平分配基金不是件容易的事情，监管机关不是法院，不一定适合作为民事赔偿金额的收集和分配者，而且会损耗监管资源，导致监管机关分散精力、顾此失彼。SEC传统上不愿意担当这样一个角色。美国法院也承认，SEC要求被告吐出非法所得首先是为了威慑目的，在投资者之间分配是次要的，因此一般不愿意对SEC分配计划的公平性等问题进行司法审查。See Rory C. Flynn, *SEC Distribution Plans in Insider Trading Cases*, 48 Bus. Law 107, 120-123 (1992-1993). 对索克斯法案相关规定的评述，参见 Black Barbara, *Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors*, 63 Bus. Law 317 (2007-2008)；国内学者关于建立投资者赔偿基金的设想，参见彭冰：《建立补偿投资者的证券行政责任机制》，《中外法学》2004年第5期。

[83] 《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》（法释[2003]2号）第6条。

[84] 国外学者对内幕交易的执法效果做过大量研究。比如，Seyhun的研究表明，美国在1984年法案颁布后，虽然SEC加大了执法力度，但内幕交易的交易量增加了4倍，内幕交易的收益平均翻番。See H. Nejat Seyhun, *The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions*, 35 J. L. & Econ. 149, 172-175 (1992). 另有研究表明，虽然世界上大多数国家都制定了反内幕交易法律制度，但实际上有效性和执法承诺在大多数国家都很低。See Bhattacharya, Utpal, and Hazem Daouk, *The World Price of Insider Trading*, 57 (1) Journal of Finance 75-108 (2002).

概率，^[85] 以及通过降低公诉和监管机关的举证责任、对内幕交易的控制人进行处罚、增加罚金等方式加强公共执法手段和强度，是有更高效的法律选择。

Abstract: Insider trading is one of the major illegal financial frauds throughout the development of Chinese security market. Paragraph 3, Article 76 of the Security Law of the People's Republic of China, amended in October 2005, provides the civil liability of insider trading. However, the questions whether there exists causation between insider trading and the loss suffered by investors, what category of investors suffer loss and how much loss they suffer remain uncertain and controversial. Many scholars and professionals in China tend to strengthen the civil liability and provide relief to investors to save their confidence. In their opinion, insider trading civil liability is also a kind of private enforcement method, which can combat and deter security frauds by requiring the law-breakers to pay a big amount of compensation. They insist that the Supreme People's Court should promulgate judicial interpretation on the civil liability of insider trading as soon as possible and presume the causation between insider trading and the loss suffered by investors, thus remove the chief obstacle of civil action on insider trading.

This thesis is trying to deliberate and cast doubts on the compensating and deterring function of civil compensation liability of insider trading, the focus and starting point of which is the causation between insider trading and the loss suffered by investors. There are two different types of victims in insider trading, namely victims due to the insiders' transaction behavior, and victims due to the undisclosed inside information. Investors are not actually deceived, induced or misled by insiders. There are no causality between insiders' transaction behavior and the loss claimed by the contemporaneous traders, since such loss comes largely from the risk of market information asymmetry. Technically speaking, even if it is possible to presume causation in order to make civil action convenient, the compensation liability of insiders should also be limited. There is no reason to transfer the decision-making risk which should be undertaken by investors to those insiders who are just detected after the normal transaction. Moreover, due to its born limitation, civil action has little effect in terms of assisting law-enforcement and deterring insider trading. Therefore, the only result of encouraging civil action may increase the cost of parties and courts and get no more benefits. The more effective policy solution is to strengthen the information disclosure system and the public (especially administrative) enforcement by all possible means.

Key Words: insider trading, causation, civil liability

[85] 比如，在美国，证券交易所都采用了高科技市场实时监控系统（比如纳斯达克市场采取一种称为“SONAY”的监控系统），系统数据由 SEC 和交易所联网共享。当市场价格、交易量发生超出预设参数的异常变动时，监控系统将报警。交易所的有关人员随后将对数据进行分析，发现可能的违法线索。如果可能涉嫌内幕交易或者交易所自身的调查能力和权限不足，交易所将提交 SEC 进一步处理。2005 年，纽约证券交易所提交给 SEC 的内幕交易线索从 2004 年的 68 件增加到 111 件，其中 7 件最后被 SEC 认定并处罚，占当年 SEC 处罚内幕交易案件总数的 14.2%。See Han Shen, *A Comparative Study of Enforcement of Insider Trading Regulation between the U. S. and China*, <http://www.ssrn.com>.