

我国证券内幕交易行为之处罚现状分析

张心向^{*}

内容提要：与其他资本市场发达国家一样，我国证券内幕交易行为的法律责任也主要是民事责任、行政责任和刑事责任。从 2007 年到 2011 年对证券内幕交易行为处罚的实际情况来看，这三种责任之间尚缺乏必要的协调，因内幕交易而导致的民事赔偿纠纷案件相对较少，而行政处罚与刑事处罚案件却呈快速上升态势。对证券内幕交易行为的处罚也主要是以行政处罚和刑事处罚为主，但二者之间的界限却又相对比较模糊。而这已成为通过法律手段管控我国证券资本市场所必须给予关注的问题。

关键词：内幕交易；民事赔偿；行政处罚；刑事处罚

一、前言

证券市场是金融市场的重要组成部分，其有许多功能，而最基本的功能是资本定价，但该功能要通过充分的市场竞争机制来实现，而竞争的最基本要求是公平，即影响证券及相关衍生品价格的信息应为投资者平等享有。

原始意义上的证券交易价格取决于证券发行者的运营状况，以及可预期的盈利能力。此外，证券的价格也会受证券发行者本身之外的诸多因素影响，比如竞争者的发展态势等等。但不管如何，所有影响证券及其衍生品价格的因素都要通过信息来传递给投资者，投资者根据相关信息来决定自己未来的投资方向。只有在信息渠道高度畅通的市场环境下，证券的市场价格才会较为真实地反映其实际价值。但现实中，证券市场的信息渠道并非完全通畅，存在着信息不对称。原因很简单，证券发行实体在证券发行之前便已然知悉发行的相关情况，发行之后的交易中，影响证券及其衍生品价格的诸多信息也肯定首先为相关证券发行实体内部人员及外部相关人员所获得。于是，信息不对称产生，利用信息不对称进行交易的行为在巨额利润的驱动下随之产生。在证券市场形成之初，各国尚未意识到内幕交易行为的危害性，随着一批内幕交易事件给证券市场带来的冲击，特别是其于上世纪美国大萧条时期相继被各国纳入到了法律规制的范围后，对证券内幕交易行为的处罚由此产生。最初对内幕交易行为的规制往往限于民事赔偿、行政处罚，随着资本市场推动国民经济发展的势头日益强劲，一大批交易额巨大的内幕交易案件相继出现，内幕交易行为的危害在人们的视野中暴露无遗，其对证券市场运行根基造成的颠覆性破坏是任何纯粹的经济分析方法都无法进行精确评估的，它足以摧垮一个国家的资本市场，并严重拖累实体经济的

^{*} 张心向，南开大学法学院教授，博士生导师，法学博士。本文为“985 工程”南开大学法学学科建设项目“在真实与认知之间——社会学视域下刑事裁判事实实践建构研究”的阶段性成果。

发展。^{〔1〕} 这使许多国家意识到,行政处罚以及民事赔偿的温和性已不足以抑制内幕交易行为的发展态势,有必要动用最后的法律处罚方式,于是各国随之逐渐地将内幕交易行为纳入到刑事处罚的范畴。

相比其他资本市场发达国家,中国大陆地区证券市场起步较晚,也就是二十几年的时间,对内幕交易行为的法律规制也经历了一个从行政处罚到刑事处罚的发展过程,这其中也伴随着一定的民事赔偿责任方面的规定,但有一些自己的特点。本文拟通过对这一过程中内部交易行为之处罚状况的实证分析,去发现问题,研究对策,以期对内幕交易行为处罚的立法规制及司法实务有所裨益。

二、证券内幕交易行为的法律责任

一般认为,法律责任分为民事法律责任、行政法律责任、刑事法律责任和违宪责任四种。由于一般个人及商业公司极少涉及违宪责任,从此种意义上讲,实际上能够追究内幕交易者法律责任的主要就是民事责任、行政责任和刑事责任。

(一) 民事责任

内幕交易行为承担民事赔偿责任的依据是合同责任、侵权责任,还是法定责任,学界有不同的看法。^{〔2〕} 一般认为,内幕交易的民事责任属于一种侵权责任,因为内幕交易者在交易中利用了内幕信息,从而转嫁了损失或获得了利益,而使尚不知悉这一信息的对方当事人同一交易中蒙受了损失,侵害了对方当事人的合法权益。但如果将内幕交易的民事责任纯粹定性为侵权责任却有其理论解释上的困境。^{〔3〕} 为此,可以弥补此种缺陷的法定责任^{〔4〕}应运而生。如美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》以及SEC规则10b-5的规定就体现了法定责任的扩张过程。^{〔5〕} 2006年修订的台湾地区“证券交易法”明确规定了内幕交易的构成要件、举证责任、诉讼时效,突出了证券法的特点,弥补了以侵权行为法为基础的民事责任制度的不足,实现了风险的重新分配。

美国在最初规制内幕交易行为的时候,比较注重行政及刑事责任,但随着私权利的不断扩张,其通过《内幕交易制裁法》等法律逐渐完善了民事责任的规定。此种民事责任的扩张逐渐影响到其它各国及地区,欧盟、韩国、日本、我国台湾地区等对民事责任均有明确具体的规定。^{〔6〕} 我国对内幕交易行为,除在《中华人民共和国证券法》第76条第3款有关于“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”以及第232条的“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”的规定外,其相关具体的民事责任至今并未做出明确的规定。但值得关注的是,最高人民法院于2011年2月18日颁布的《民事案件案由规定》(法〔2011〕41号)中,在有关“证券欺诈责任纠纷”所列举的4种案由:即(1)证券内幕交易责任纠纷;(2)操纵证券交易市场责任纠纷;

〔1〕参见许志峰《人民日报专访证监会副主席刘新华:内幕交易颠覆股市根基》, <http://finance.people.com.cn/GB/17981175.html>, 2012年11月25日访问。

〔2〕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》,《当代法学》2011年第5期,第93页。

〔3〕“内幕交易所导致的投资者损害,并非是对投资者人身或有形财产的损害,而是一种纯粹经济上的损失,相当于德国法中的纯粹财产上损害。纯粹经济损失目前在世界各国立法上并没有一个确切的定义。”前引〔2〕,冯果文,第94页。

〔4〕笔者认为,法定责任就是通过立法的方式明确规定证券民事责任的具体制度和适用规则,而不再通过合同法或侵权行为法进行演绎和推导,故法定责任是一种带有惩罚性或强制性赔偿性质的民事责任。

〔5〕齐斌《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第265-277页。

〔6〕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25-37页。

(3) 证券虚假陈述责任纠纷; (4) 欺诈客户责任纠纷, 排在首位的是“证券内幕交易责任纠纷”。

(二) 行政责任

行政责任是指因违反行政法或因行政法规定而应承担的法律责任, 包括行政处罚和行政处分。内幕交易的行政责任属于行政处罚。“行政处罚”作为国家行政机关及其他依法可以实施行政处罚权的组织, 对违反行政法律、法规、规章, 尚不构成犯罪的公民、法人及其他组织等社会成员实施的一种制裁性的具体行政行为, 是以行政手段规制内幕交易的主要处罚方式。美国证券交易委员会作为规制证券市场而产生的行政权力机关, 最初对内幕交易行为进行处罚, 均是因其通过行政权力发动的。从美国开始, 因行政处罚所独有的直接性、有效性、经济性, 行政手段逐渐成为各国对内幕交易行为进行规制的最经常性手段, 对内幕交易者科处的行政处罚措施, 一般包括禁止令、没收违法所得、行政罚款、市场禁入等。“综观各国的立法, 也都是对内幕交易的行政责任规定的最为详细。”⁽⁷⁾ 到目前为止, 我国追究内幕交易者法律责任的主要形式也是行政责任, 且均是以行政处罚的方式处理。

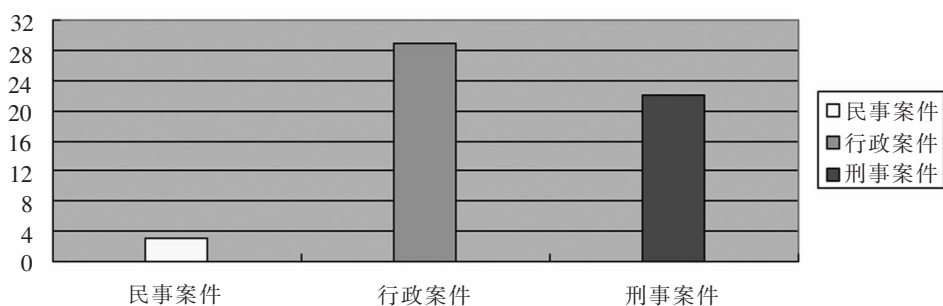
(三) 刑事责任

追究内幕交易者的刑事责任, 通过刑罚手段对内幕交易者施以最严厉的处罚, 在用法律责任规制内幕交易行为的初期, 均未将其引入其中; 但如今追究内幕交易者的刑事责任几乎已是所有的国家或地区, 或主动或被动地对内幕交易行为进行处罚的一种方式。

由于中国特殊的国情, 证券市场的历史较短, 发展程度较之发达国家尚存有不小的差距。但如此情况, 反而使得我国证券市场建立之初便在借鉴国外经验教训的基础上, 开始注意对内幕交易行为法律规制的平衡。相对于日本直到 1988 年才通过对《证券交易法》的修改, 将内幕交易行为纳入到刑事规制的范围, 以及我国香港地区直到在 2003 年颁布的《证券及期货条例》中, 才将内幕交易行为纳入到刑事规制的范围而言, 我国对内幕交易行为的刑法规制更早介入。

三、证券内幕交易行为的处罚现状

当下我国对证券内幕交易行为处罚的基本现状是: 因内幕交易而导致的民事赔偿纠纷的案件较少, 对证券内幕交易行为的处罚主要是行政处罚和刑事处罚。如下图示:



(一) 关于内幕交易的民事赔偿

1. 现状

据笔者在正常情况下能够查询到的统计, 我国因内幕交易而导致的民事赔偿纠纷的案件迄今为止 20 多年来仅有 3 件, 具体案件图表如下:

(7) 杨亮 《内幕交易论》, 北京大学出版社 2001 年版, 第 306 页。

时间	案件名	民事判决书	处理结果
2008 年	陈宁丰诉陈建良证券内幕交易纠纷案 ⁽⁸⁾		该案是 2005 年《证券法》修订后最高人民法院允许因内幕交易而权益受损的投资者提起诉讼的第一起内幕交易民事赔偿案件。以“陈宁丰自愿撤回对陈建良的起诉”告终。
2009 年	陈祖灵诉潘海深证券内幕交易赔偿纠纷案 ⁽⁹⁾	(2009) 一中民初字第 8217 号	该案是首例以内幕交易证券民事赔偿判决方式结案的案例。判决结果是“潘海深关于陈祖灵诉讼请求所涉损失与其卖出大唐电信股票行为之间不存在因果关系的辩称成立”，“驳回原告陈祖灵对被告潘海深的诉讼请求。”
2012 年	中关村(000931)股民诉黄光裕、杜鹃内幕交易赔偿纠纷案 ⁽¹⁰⁾		北京市第二中级人民法院对该案做出一审判决，驳回原告诉讼请求。法院认定二原告要求黄光裕夫妇赔偿损失及利息等诉讼请求，缺乏事实和法律依据。

2. 分析

(1) 主张民事赔偿责任案件相对较少

在成熟市场中，内幕交易的民事、行政和刑事责任“三足鼎立”，构成对内幕交易行为处罚的三大支柱。尽管《证券法》第 76 条第 3 款有关于“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”以及第 232 条“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”的明确规定，但在实务操作中对内幕交易的查处还是过于倚重行政处罚，刑事问责的频度和力度也不大。这种民事责任的欠缺，成为我国内幕交易有效规制的“短板”。故从上述图表看，内幕交易而导致的民事赔偿纠纷案件与同期因内幕交易、泄露内幕信息行为而受到行政处罚案件以及内幕交易、泄露内幕信息罪而受到刑事处罚案件相比，悬殊较大。造成这种情形的主要原因，据称是因为法院对这类案由的案件不予立案。⁽¹¹⁾可见，内幕交易民事责任虽然作为规范证券市场行为、防范证券风险不可或缺的重要法律手段之一，但长期以来，受害人却不能通过对内幕交易者的责任追究而得到有效的救济。而当下北京二中院对股民诉黄光裕内幕交易民事赔偿一案，一审又判决“认定二原告要求黄光裕夫妇赔偿损失及利息等诉讼请求，缺乏事实和法律依据，作出驳回原告诉讼请求的判决。”⁽¹²⁾这又一次严重挫伤了广大股民依法维权的积极性和信心。有媒体针对这一现象，特别针对中关村股民起诉黄光裕、杜鹃内幕交易赔偿纠纷案审理过程中暴露出来的一些问题，发出了这样的呼吁：“鉴于前有天山水泥案（即陈宁丰诉陈建良证券内幕交易纠纷案，笔者注）撤诉、大唐电信案

(8) 黄清燕 《天山股份：内幕交易民事赔偿第一案原告撤诉》，<http://stock.hexun.com/2008-09-05/108595918.html>，2012 年 11 月 25 日访问。

(9) 参见北京市第一中级人民法院“陈祖灵与潘海深因证券内幕交易赔偿纠纷一案”民事判决书，(2009) 一中民初字第 8217 号。

(10) 参见郎振 《黄光裕内幕交易赔偿案股民败诉 原告上诉需待司法解释生效时点》，<http://stock.cnstock.com/market/gsztc/201212/2420368.htm>，2012 年 12 月 21 日访问。

(11) 2001 年 9 月 21 日，最高人民法院发布了《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》，宣布对于股民针对上市公司内幕交易、虚假陈述、操纵市场等行为提起的民事赔偿案件暂不受理。最高人民法院解释原因为当时证券民事责任制度十分薄弱加上司法人员素质有局限，法院尚不具备审理条件。

(12) 参见前引 [10]，郎振文。

(即陈祖灵诉潘海深证券内幕交易赔偿纠纷案, 笔者注) 败诉, 我们也呼吁监管部门尽快出台更有力的措施, 应该鼓励投资者通过合法途径对因内幕交易受到的侵害进行追偿。相比监管部门的‘一双眼睛’, 数以万计投资者就此自卫的动力和力量无疑更强, 足以震慑市场中的违法行为。唯有民事诉讼可能的高额赔偿, 会让潜在的内幕交易者望而却步。”⁽¹³⁾

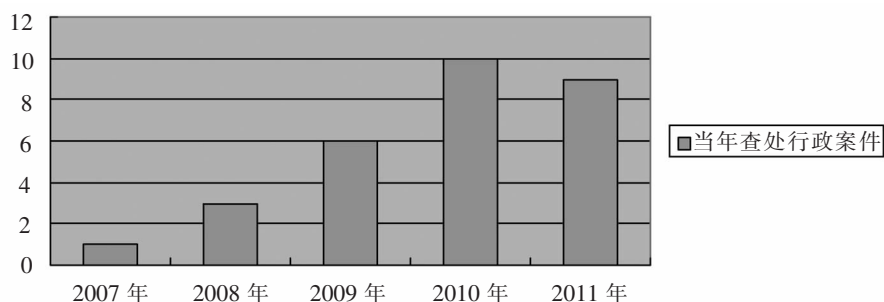
(2) 原告举证责任负担较重

从以内幕交易证券民事赔偿判决书的方式结案的内幕交易赔偿纠纷案判决书判决的内容来看, 倾向于将内幕交易的民事赔偿责任归属于一种侵权责任,⁽¹⁴⁾ 原告需要证明被告有违法行为、原告有损害结果、被告人违法行为与原告损害结果之间有因果关系, 原告的举证负担比较沉重。内幕交易散户索赔首案, 即陈宁丰诉陈建良证券内幕交易纠纷案, 主要就是因为索赔金额没法计算而不得不撤诉。⁽¹⁵⁾ 另外, 内幕交易行为和原告的损失之间到底有没有因果关系, 从传统的侵权责任案件来看, 体现一个谁主张谁举证的原则——通常情况下, 由原告来举证自己遭受的股票损失和被告人的内幕交易行为之间有因果关系。但是在证券市场, “内幕交易人士” 往往是公司里边的控股股东、实际的控制人, 甚至公司的董事长、总经理, 如果我们依然苛求原告承担举证责任, 对原告而言就很难说是公平的了。故在美国, 已通过适用“推定信赖原则” 来解决因果关系的证明难题, 这样就大大减轻了原告的举证负担。因为根据该原则, 原告无需举证投资者是出于信赖从事了证券交易行为, 并因此遭受损失, 而只需举证被告影响了一个理性的投资者即可。⁽¹⁶⁾ 这样有利于被告行为与损失结果之间法律因果关系的确定, 对于维护投资者的诉权产生了积极的作用。

(二) 关于内幕交易的行政处罚

1. 现状

根据证监会官方网站披露信息统计: 2007 年到 2011 年证监会查处的内幕交易、泄露内幕信息行政处罚案件 29 件: 2007 年 1 件, 2008 年 3 件, 2009 年 6 件, 2010 年 10 件, 2011 年 9 件。总体情况图示如下:



其中:

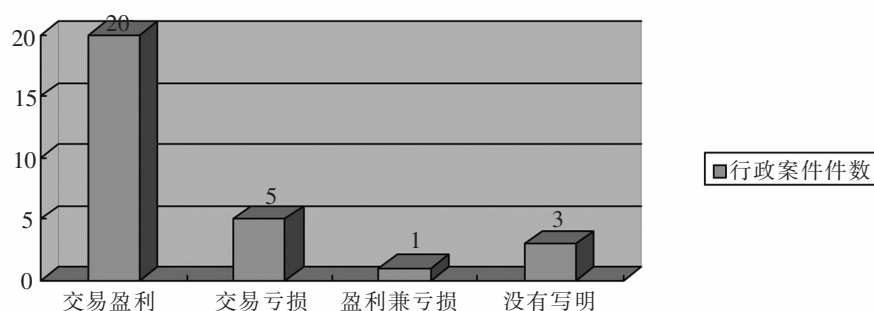
(1) 案件内幕交易盈利与亏损的情况, 如下图示:

(13) 黄世瑾 《让巨额民事赔偿成为内幕交易的“终结者”》, <http://finance.people.com.cn/n/2012/0725/c70846-18593774.html?prolongation=1>, 2012 年 11 月 7 日访问。

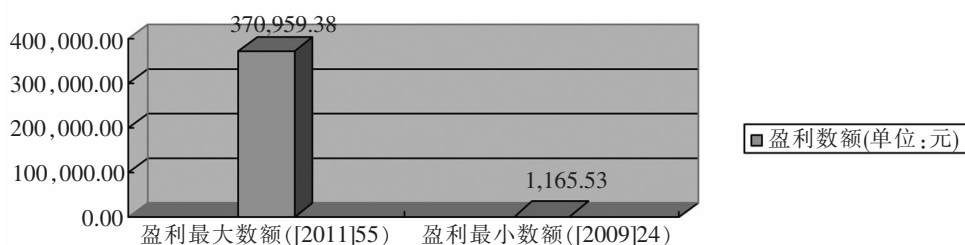
(14) 北京市第二中级人民法院关于“中关村(000931) 股民起诉黄光裕、杜鹃内幕交易赔偿纠纷案”(一审) 的判决书尚还不能看到, 但从相关代理律师透露出来的判决内容来看, 也倾向于将内幕交易的民事赔偿责任归属于一种侵权责任。参见孙莹、费磊 《黄光裕内幕交易赔偿案股民败诉 专家吁司法解释出台》, http://money.163.com/12/1221/08/8J80PI5F00253B0H_all.html, 2012 年 12 月 21 日访问。

(15) 参见侯隽 《内幕交易散户索赔首案撤诉 索赔金额没法算》, <http://finance.people.com.cn/h/2011/0920/c227865-2098665334.html>, 2012 年 10 月 20 日访问。

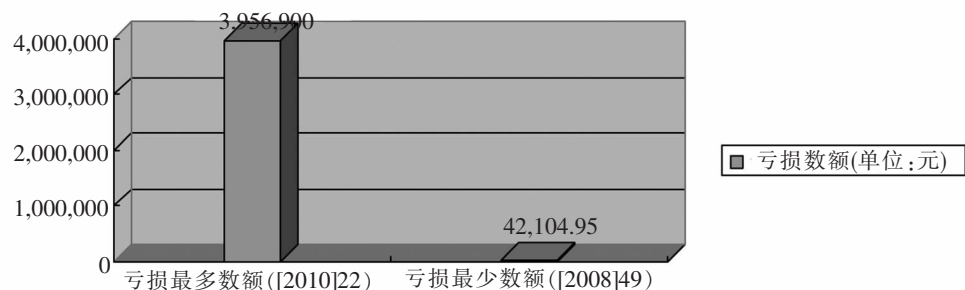
(16) William k. s. Wang & Marc I. Steinberg, *Insider Trading*, (1996), pp. 208 - 210. 转引自毛玲玲 《中美证券内幕交易制度的比较与借鉴》, 《法学》2007 年第 7 期, 第 105 页。



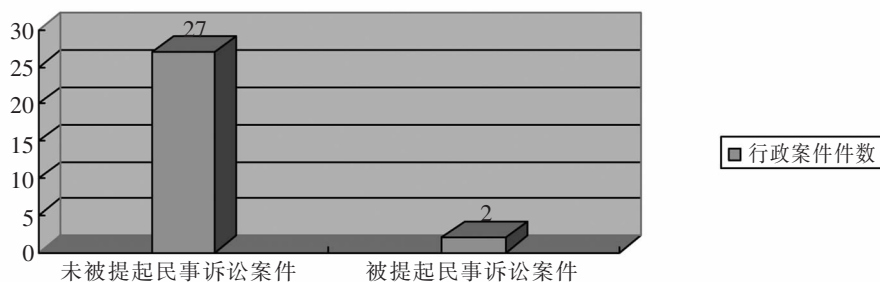
(2) 案件内幕交易最大盈利与最小盈利对比情况，如下图示：



(3) 案件内幕交易最大亏损与最小亏损对比情况，如下图示：



(4) 行政处罚案件中是否被提起民事诉讼的对比情况，如下图示：



2. 分析

(1) 行政处罚案件成快速上升态势

总的来讲，内幕交易、泄露内幕信息行政处罚案件在近几年呈快速上升态势。2011 年比 2010 年有轻微下降，但 2011 年因内幕交易、泄露内幕信息罪而受到刑事处罚的案件却比 2010 年有较大幅度的上升。另外，据证监会透露，仅今年上半年新增内幕交易案就已达 96 起，⁽¹⁷⁾ 根据中国证监会官方网站统计，截止到 2012 年 9 月，内幕交易、泄露内幕信息行政处罚案件已达到 18 件，已超过了前 5 年总和的一半还多。

同时，内幕交易、操纵市场等违法行为在证监会调查案件中所占的比例也呈上升趋势。据证

(17) 参见孙霖 《上半年新增内幕交易案 96 起》，<http://www.hysec.com/hyzq/public/Infodetail.jsp?menu=4&infoid=5976668>，2012 年 10 月 04 日访问。

监会披露 “2008 年至 2011 年，证监会调查的内幕交易案件，在非正式调查案件中占比分别达 38%、56%、71%、61%，在正式调查案件中占比 32%、24%、51%、51%，在移送公安机关案件中占比 15%、42%、50%、80%。内幕交易案件占比上升明显，成为监管执法的主要矛盾。”⁽¹⁸⁾

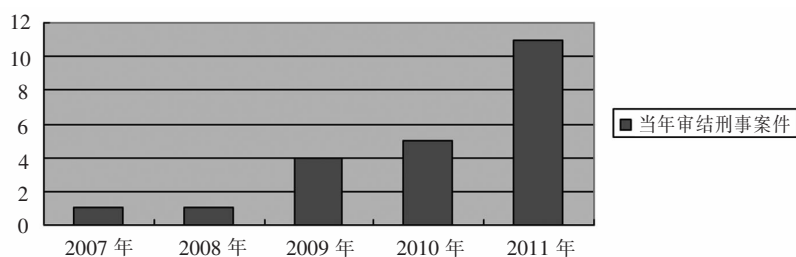
(2) 内幕交易盈利或是亏损不影响行政处罚

内幕交易行政处罚的依据主要是《证券法》第 202 条，具体分两种情况：一是有内幕交易行为并有违法所得的，除没收违法所得外，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；二是有内幕交易行为但没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上六十万元以下的罚款。对于属于单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以相应处罚。可见，因内幕交易是盈利还是亏损可决定最终处罚金额的多少，而是否给予行政处罚则取决于是否具有内幕交易行为。所以在这 29 件案件中，将内幕交易最大盈利与最小盈利以及最大亏损与最小亏损进行对比，才会有如此大的差异。

(三) 关于内幕交易的刑事处罚

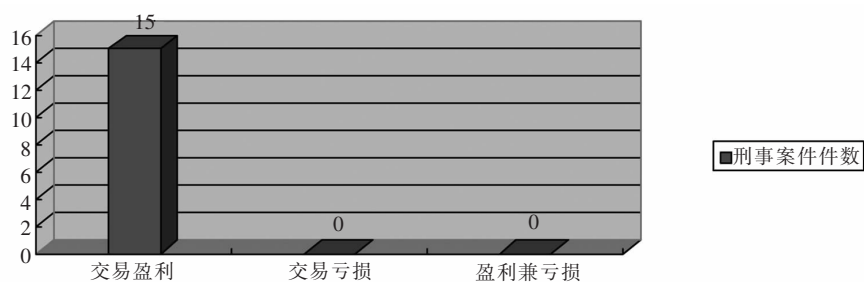
1. 现状

据最高人民法院统计数据：截至 2011 年底，全国法院审结内幕交易、泄露内幕信息犯罪案件共 22 件，其中 2007 年 1 件、2008 年 1 件、2009 年 4 件、2010 年 5 件，2011 年 11 件。⁽¹⁹⁾ 总体图示如下：

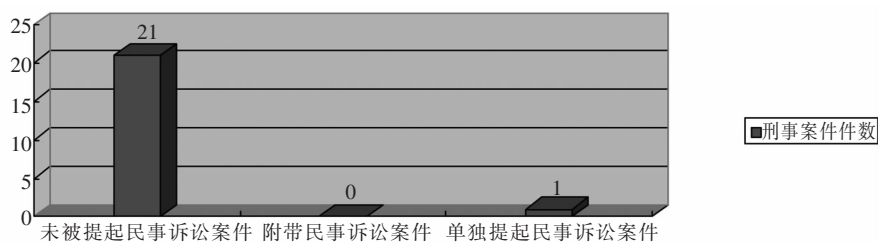


其中：

(1) 案件内幕交易盈利与亏损的情况，如下图示：



(2) 刑事处罚案件中是否被提起民事诉讼的对比情况，如下图示：



(18) 参见前引 [1]，许志峰文。

(19) 参见《5 月 22 日通报〈关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释〉的有关情况新闻发布会图文》，http://www.court.gov.cn/xwzx/xwfbh/twzb/201205/t20120522_177157.htm，2012 年 10 月 22 日访问。

2. 分析

(1) 刑事处罚案件亦成快速上升态势

因内幕交易、泄露内幕信息被刑事处罚的从 2007 年的 1 件发展到 2011 年的 11 件。2012 年到目前为止,还没有权威部门做出统计,估计不会比 2011 年的件数少,主要理由:

一是《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(以下简称《解释》),自 2012 年 6 月 1 日起已开始施行,此前的 2010 年 10 月,在证监会推动下,国务院办公厅转发了证监会等五部委《关于打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》,并于 2010 年 11 月下发各相关部门执行;以及最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证监会《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》,也已于 2011 年 12 月下发各地执行。内幕交易、泄露内幕信息罪将是今年要重点打击的犯罪之一。

二是《解释》从犯罪数额和犯罪情节两个方面对内幕交易、泄露内幕信息罪的情节严重的认定标准作了规定。即“证券交易成交额在五十万元以上;获利或者避免损失数额在十五万元以上;内幕交易或泄露内幕信息三次以上;具有其他严重情节。”相比前述人民法院在 2007 年到 2011 年已经判决的案件均以“交易盈利数额”作为衡量是否属于“情节严重”的“唯一标准”相比,显然降低了内幕交易、泄露内幕信息罪的入罪门槛。这势必会导致以前徘徊在门口之外的一些内幕交易、泄露内幕信息的行为被拉进门里。

(2) 行政处罚与刑事处罚界限依然模糊

行政违法与刑事犯罪,如果仅从立法层面或理论等应然层面上界定实际上也并非不能。这是因为,从权力运作机制上看,这是一个司法权与行政权如何进行权力配置的权力制衡问题;从社会控制手段上看,这是一个如何划定犯罪圈范围的问题,关键是如何从实务或实然层面上进行界定。⁽²⁰⁾ 首先,基于我国“一元式”刑事立法的特点,“行政犯罪”系指违反行政法律法规并且被刑法规定为犯罪的行为。它表现为违反了行政法律法规,并且一般是在情节严重或造成一定的损失或其他后果的情形下,量变引起质变,才被刑法规定为犯罪。故行政犯罪具有“二次违法”的性质,即首先违反了行政法,尔后又违反了刑法。由此衍生出的问题就是行为性质的不确定性。其次,从行为本质上看,行政违法行为和行政犯罪行为都是具有社会危害性的行为。界定二者的困惑在于一般行政违法行为转变成构成犯罪的行政犯罪行为,是行政法定量、刑法定性还是行政法定性、刑法定量抑或刑法既定性又定量?从法律规制现象上看,一是行政违法与行政犯罪在行为构成要件上存在部分重叠;二是行政犯罪行为实际上是行政违法行为的结果加重犯或情节加重犯。这就是造成了在我国现行的法律框架内,作为行政违法加重犯的内幕交易行政犯罪行为,其犯罪构成要件的类型化建构是由行政法和刑法两法共同完成的。⁽²¹⁾ 这由此导致了在我国现行法律框架内从立法或应然的层面界定行政违法行为与行政犯罪行为也许不是太难,但在实务或实然层面上对二者进行界定,就成了一件比较困难的事情。就内幕交易行为而言,内幕交易的行政违法行为与行政犯罪行为在行为的构成要件上存在的交错重叠关系,导致内幕交易行政犯罪行为实际上是内幕交易行政违法行为的结果加重犯或情节加重犯,即内幕交易罪 = 内幕交易违法行为 + 刑法的“情节严重”。区别二者往往就成了“量”的多少问题,而不是“质”的相异问题。

之所以谓之在处理内幕交易行为中,行政处罚与刑事处罚的界限依然模糊,主要是因为《解释》第 6 条对《刑法》第 180 条第 1 款规定的“情节严重”的上述那几项解释,依然不能和

(20) 张心向《我国知识产权刑事保护现象反思——基于实体法规范的视野》,《南开学报》(哲学社会科学版) 2010 年第 4 期,第 121 页。

(21) 前引〔20〕,张心向文,第 125 页。

《证券法》第202条规定的内容实现无缝对接。如果比较上述各规定中与犯罪成立条件有关的内容,就会发现有以下两个方面的问题值得关注:

首先,是关于“内幕信息”及“内幕信息的知情人员或者非法获取内幕信息的人员”的认定。

根据刑法第180条第3款的规定“内幕信息、知情人员的范围,依照法律、行政法规的规定确定。”即对此分别对应的是《证券法》第75条和74条的规定。而对“非法获取内幕信息的人员”,《证券法》以及相关规范性文件中并没有明确规定,为此《解释》第2条将其解释为:“(一)利用窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的;(二)内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员,在内幕信息敏感期内,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的;(三)在内幕信息敏感期内,与内幕信息知情人员联络、接触,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的。”但《证券法》第73条明确规定“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。”在行政处罚中,对于“非法获取内幕信息的人员”的范围的界定,是依据上述《解释》的规定,还是其可以另做其他解读?如果不做其他解读的话,可否直接引用《解释》的规定,对那些尚未达“情节严重”要求的“非法获取内幕信息的人员”处以行政处罚?

其次,是关于“内幕交易、泄露内幕信息行为”及其性质的界定。

《证券法》第202条将“内幕交易、泄露内幕信息的行为”规定为“在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前,买卖该证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券的”行为;而《刑法》第180条第1款对此的规定是“在涉及证券的发行,证券…的交易或者其他对证券…交易价格有重大影响的信息尚未公开前,买入或者卖出该证券,…或者泄露该信息,或者明示、暗示他人从事上述交易活动,情节严重的”行为。比较二者之间的规定,尽管个别文字表述有所不同,但并未构成明显区别,而构成二者之间实质性区别的还是在行为是否属于“情节严重”。《解释》第6条关于“情节严重”的解读,在将《证券法》第202条规定的“内幕交易、泄露内幕信息的行为”与《刑法》第180条第1款规定的“内幕交易、泄露内幕信息的行为”之间如何有效衔接上明确了以下两个方面的问题:

一是即便是在内幕交易中没有获利,避免的损失达到一定的数额、内幕交易或泄露内幕信息三次以上的也可以构成内幕交易、泄露内幕信息罪,这相比2007年到2011年已经判决的案件均以交易盈利达到一定的数额作为衡量是否成立犯罪的标准,就可以与行政处罚中的“是否给予行政处罚取决于是否具有内幕交易行为,至于是盈利还是亏损只是决定处罚金额的多少”的处罚模式实现有效对接;

二是通过数额的量化,界定内幕交易、泄露内幕信息行为的性质。以是否达到“证券交易成交额在五十万元以上的”、“获利或者避免损失数额在十五万元以上的”,作为内幕交易、泄露内幕信息是违法行为还是刑事犯罪的界限。而这恰恰是在立法上极其容易解决而在司法实务中极其不易解决的问题。在国外,仅因内幕交易而导致的民事赔偿纠纷的案件中,关于损害赔偿金额的计算方法就有三个之多:一是实际价值法,即将受害人进行交易的实际证券价格与该证券在内幕信息公开以后的价格的差额作为损害赔偿额;二是实际诱因法,即只计算内幕信息所造成的证券价格的变化,再与受害人在实际交易时的证券价格比较,算出受害人的损失;三是差价法,即在内幕信息公开以后一段合理时间内证券的价格,与证券交易时的价格之差作为受害人的损害赔偿

偿额。⁽²²⁾ 与此相对应的“证券交易成交额”或“获利或者避免损失数额”等的计算,也同样复杂。但令人遗憾的是,不管是对“哪种数额”,不仅《证券法》未做规定,《解释》亦未有明示。⁽²³⁾ 这种情形如果在有关民事赔偿的诉讼中可以通过比如和解等一些诉讼手段弥补缺陷、解决问题,如果在行政处罚和刑事处罚的过程中,通过大致估算或“估堆”来在这两者之间“拨来拨去”,那将是一件非常可怕的事情。这大概也是为什么在上述列举的2007—2011年的29件行政处罚案件和22件刑事处罚案件中,在涉及“数额”问题上,被行政处罚案件的最大获利额为370 959.38元,⁽²⁴⁾ 而被刑事处罚案件的获利额几乎都在千万元以上,中间“模糊”着如此广阔的一块区域的原因吧!

四、结 语

曾参与过俄罗斯、乌克兰、印尼等国证券法改革的美国斯坦福大学法学院教授 Bernard Black 教授认为,强有力的证券市场必须具备两个首要条件:其一,投资者可以公平地获得赖以评估公司价值的信息;其二,投资者相信公司的内幕人员不会骗走他们的投资。⁽²⁵⁾ 美国证券法权威 Loss 教授也曾经以打牌作喻“假如游戏规则容许某人在牌上作记号,那么还有谁愿意继续玩这种游戏呢?”⁽²⁶⁾ 而大陆地区证券市场残酷的现实却是,内幕交易、泄露内幕信息作为“始终伴随中国证券市场成长的顽疾”,⁽²⁷⁾ 正以其“野火烧不尽”的气势侵蚀并摧毁着证券市场的这两块基石:信息机制和信任机制。如何尽快修复完善这两块基石,重建投资者的投资信心,从上述就2007年到2011年发生的3起民事赔偿案件、29件行政处罚案件以及22件刑事处罚案件的实际情况分析来看,本人认为,应该重视并逐步解决以下三个方面的问题:即解除诉权限制、协调三种责任、警惕刑事扩张。

首先,要解除对内幕交易者追究民事赔偿责任的限制。自从2001年9月21日最高人民法院发布了《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》,宣布对于股民针对上市公司内幕交易、虚假陈述、操纵市场等行为提起的民事赔偿案件暂不予受理以来,尽管中间曾有过反复,⁽²⁸⁾ 但投资者通过合法途径对因内幕交易受到的侵害进行追偿的诉权始终处于被限制状态。这表面上看是

(22)其中,差价法为大多数国家和地区采纳。如我国台湾地区“证券交易法”第157条之1第2款规定“违反前项规定者,应就消息未公开前其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,负损害赔偿责任;其情节重大者,法院得以善意从事相反买卖之人之请求,将责任限额提高至三倍;情节轻微者,法院得减轻赔偿金额”。参见王林清《证券法理论与司法适用》,法律出版社2008年版,第298-299页。

(23)但最高人民法院曾在2003年发布的《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30条规定了一种计算方法:即“虚假陈述行为人在证券交易市场承担民事赔偿责任的范围,以投资人因虚假陈述而实际发生的损失为限。投资人实际损失包括:(一)投资差额损失;(二)投资差额损失部分的佣金和印花税。”由于计算最终损失时还要对系统风险进行扣除,所以这一系列复杂的计算在上述三起民事赔偿案件中从未计算清楚,导致一起撤诉,一起败诉,一起无限期的诉讼中。

(24)参见中国证监会于2011年12月13日公布的“中国证监会行政处罚决定书(领先集团、李建新、刘建钢、范春明)”。

(25)转引自毛玲玲《中美证券内幕交易规制的比较与借鉴》,《法学》2007年第7期,第102页。

(26)转引自罗培新《如果内幕交易发生在美国》,http://stock.jrj.com.cn/2007-04-27/000002195737.shtml,2012年10月11日访问。

(27)耿利航《证券内幕交易民事责任功能质疑》,《法学研究》2010年第6期,第77页。

(28)最高人民法院于2003年1月15日发布《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》,该司法解释为证券民事赔偿放开了一个口子。尽管2005年新修改的《证券法》第76条第3款有关于“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”的规定,但关于内幕交易和操纵市场行为,最高法院至今没有出台相关司法解释,大量的内幕交易的民事索赔案件仍得不到指导性的审理意见。2007年5月30—31日最高人民法院副院长奚晓明在全国民商事审判工作会议(南京会议)上的讲话,强调修订后的《证券法》已明确规定了内幕交易、操纵市场的侵权民事责任,因此,对于投资者对侵权行为人提起的民事诉讼,法院应当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。但至今无具体实施细则出台,各地法院对此类案件的起诉一般还是不予受理。

“最高人民法院解释的原因，即证券民事责任制度十分薄弱加上司法人员素质有局限，法院尚不具备审理条件。”⁽²⁹⁾而这背后所隐含的是国家对公民合法财产所有权的漠视。限制对内幕交易者追究民事赔偿责任，是价值理念问题，不是法律规定问题，更不是裁判技能问题。因为在这个问题上，不论是美国等资本市场发达的国家，还是我国香港、台湾地区的相关法律规定及实践操作模式都能提供足以解决这些问题的参照范本。

其次，应协调民事赔偿、行政责任、刑事责任三者之间的关系。一是民事赔偿与行政及刑事处罚之间的关系。在2007年到2011年的29件行政处罚案件和22件刑事处罚案件中，仅有3件因内幕交易行为而遭受损失的相关被害权利人提起了民事诉讼，其结果是一件无奈撤诉、一件被判败诉、一件刚刚被一审判决败诉，是否有信心上诉还不得而知。在行政处罚或刑事裁决中都已经明确了其内幕交易行为的侵权事实基础上，而提起民事诉讼尚“诉”得如此艰难，更何况其他！二是行政处罚及刑事处罚之间的关系。“行政犯”虽具有双重违法性，刑事刑罚与行政处罚却是适用前提和运作机理各不相同的两种强制措施，由此导致了这两种不同的处罚措施所面对的经常是“同一个行为类型”。在中国大陆刑法的量化思维与犯罪构成既定性又定量的立法模式下，所有侵犯同时被行政法和刑法双重法律保护的法益的行为，其在司法过程中都有可能遭遇“游离于行政违法和行政犯罪之间”的困境，而造成本来是行政犯罪的行为有可能会被作为行政违法行为处理，或者相反。对此，本人认为可行的解决路径是：既然内幕交易行政犯罪行为 = 内幕交易行政违法行为 + 刑法的“情节严重”，那么，区别二者的关键应该是在“量”上做精准计算，而没有必要在“质”上做过多纠结。

最后，需警惕刑事责任被过度消费。储槐植教授曾提出了20世纪“随着风险社会的到来，法定犯时代也随之到来了”的论断。⁽³⁰⁾这个问题的另一方面，则是高铭暄教授高屋建瓴明确指出的：刑事责任的选择从来没有像现在这样由于必须面对如此分化的社会利益与如此发达的市民社会而处境艰难。⁽³¹⁾刑法的天性是谦抑的，需要保守和被动。之所以会产生对内幕交易、泄露内幕信息行为的处罚被过度刑事责任化的担忧，一方面是因内幕交易、泄露内幕信息被刑事处罚的案件，从2007年的1件已发展到2011年的11件，呈现出快速上升态势，而2012年6月1日起已开始施行的《解释》有可能进一步加剧这种上升态势；另一方面就是内幕交易行政违法与行政犯罪在行为性质上的天然“暧昧性”，而有可能导致本来属于行政违法行为，在政府被强烈呼吁必须加强证券资本市场管控的情况下，有可能会被作为行政犯罪来处罚。所以，“我们在充分肯定刑法之于保护社会秩序价值的同时，又必须对其所潜在的忽视正义的危险有清楚的认识，从而才能将刑法对保护秩序的价值追求严格控制在正义所允许的范围”⁽³²⁾因为只有这样，我们才能找到内幕交易行政处罚与刑事处罚的平衡点，而获得处罚的正当性根据。

责任编辑：王勇

(29)段宏庆、陈慧颖《证券民事赔偿悄然全面解禁 内幕交易等将被立案》，<http://finance.people.com.cn/GB/6206073.html>，2012年11月03日访问。

(30)储槐植《要正视法定犯时代的到来》，《检察日报》2007年7月1日第4版。

(31)高铭暄《风险社会中刑事立法正当性理论研究》，《法学论坛》2011年第4期，第7页。

(32)前引〔31〕，高铭暄文，第11页。