



内幕交易民事责任制度的知易行难

缪因知^{*}

目 次

- 一、选题背景和研究目的
- 二、内幕交易民事责任的两重因果关系推定难题
- 三、内幕交易民事责任上限的设置难题
- 四、以单一固定标准实施个别赔偿可能导致的不公平
- 五、以单一固定标准实施个别赔偿可能导致的不效率
- 六、到达赔偿上限后的投资者内部再分配难题
- 七、结语：内幕交易民事责任并非投资者保护的必要条件，其功能限度应被正视

摘 要 我国主流学说主张强化内幕交易民事责任制度，立法者也曾提出相关的细化方案，但对此制度具体适用各环节中的疑难和此领域民事责任功能发挥之限制的认识似不充分。揆诸法理与发达法域通行立法，内幕交易行为与损失之间需要双重因果关系之证明，立法对之推定时应当慎重，不宜过分免除原告举证责任。民事责任范围应具有上限，不应超过违法所得、实际损失额，或根据基准日计算出的价格与投资者实际交易价之差得出的数额。美国、日本等对内幕交易者征收的相当于违法所得三倍的是民事罚款，而非民事赔款。确定民事责任时，以单一固定标准对投资者实施个别赔偿无法顾及现实中的多样化情形，会导致不公平；并会妨碍市场价格恢复正常的进程，导致不效率。达到法定赔偿上限后必须启动的投资者内部再分配流程亦将限制民事责任制度的功效。我们应正视此领域以赔偿为主的民事责任制度功能的有限性，通过综合运用法律制度的震慑功能来规制内幕交易。相关立法宜继续保留原则性规定，将民事责任实现的具体方案留待司法机构逐步探索和细化。

关键词 内幕交易 证券民事责任 证券欺诈

^{*} 中央财经大学法学院副教授，法学博士。

本文是北京市社会科学基金（14FXC035）、中央高校基本科研业务费专项资金、中央财经大学科研创新团队支持计划、上海市高原学科（上海政法学院金融法）资助成果。感谢《清华法学》匿名评审专家对本文的意见。

一、选题背景和研究目的

（一）选题背景：内幕交易民事责任立法之细化已经展开

我国 2006 年《证券法》原则性地规定了内幕交易的民事责任制度，但十余年来，除了定性争议巨大的光大证券案外，最终进入司法流程的民事案件寥寥无几，且均未成功。其中的主要原因是内幕交易的行为模式具有复杂性，传统民事责任制度的构成要件很难对其直接适用。而法律和司法解释的阙如，也为法院审判此类案件增添了难度。

十多年来，我国主流学说认为应当强化对内幕交易的民事责任追究。多名学者从加大投资者保护等政策角度，论证了对内幕交易行为和其他交易者损失之间的因果关系应予以立法推定；还有学者提出要施加惩罚性赔偿。（详下）相比之下，学界对如何具体实施内幕交易民事责任制度（如确定合理赔偿范围）的思考尚不太系统。然而，在学术资源储备不足的背景之下，立法尝试已经匆匆先行。

2015 年 4 月提交全国人民代表大会常务委员会的《证券法修订草案》（下称 2015《草案》）第 92 条规定“内幕交易行为人应当对内幕交易期间从事相反证券交易的投资者，就其证券买入或者卖出价格与内幕信息公开后十个交易日平均价格之间的差价损失，在内幕交易违法所得三倍限额内承担赔偿责任”。

此等规范的内容具有“加强民事责任”的政治正确性，但专业性较强，又不涉及特定的利益主体，而较少有人愿意为之鼓呼，故其中不科学之处易为人所忽视。为防止相关模式和思维误区（如对民事责任制度功能的过度迷信、试图对损害赔偿计算规则预先精确化和强制化）成为正式法律规范，形成不恰当的路径依赖，给司法带来误导。鉴于加强内幕交易民事责任立法已经成为主流思潮，故此方案或即便此次不被写入正式的《证券法》修订文本，也会作为一种立法者和司法者思考进路留存，本文将结合内幕交易的基本法理而在此详加辨析，以资加深对此种复杂证券欺诈行为的理解和反思。

（二）研究目的：指出内幕交易民事责任的诸种适用疑难与其功能限制，反对激进的细化立法思路

在认定一项交易是否构成内幕交易、以及内幕交易者是否应承担民事法律责任的问题上，有欺诈说和不公平交易说两种基本学说。

内幕交易虽然不是传统意义上的欺诈行为^{〔1〕}却是从欺诈行为中演化而出。不当利用未公开信息进行交易之行为的欺诈性，正是内幕交易一开始就被纳入法律规制的原因。欺诈说从法律关系的教义分析出发，有坚实的判例和学说演进脉络为基础。^{〔2〕}

当然，内幕交易中的欺诈和与统一对一交易中的欺诈不同，也与证券虚假陈述和操纵市场中的欺诈不同。不公平交易论学者因此也质疑了以欺诈定性内幕交易的合理性。对此，欺诈说学者又分为两类，一类是认为内幕交易的欺诈指向信息来源，就其违法性、有害性而应当承担公法责任，但由于并不直接欺诈其他交易者，与他们的损失之间的因果关系难以成立，故不

〔1〕 例如内幕交易者对相对交易方的披露义务并不那么明确。这虽然被不公平交易论者用来批评欺诈说，但同样不能解释为何内幕交易者有义务“公平”对待交易相对方，即与之处于平等的信息地位。

〔2〕 如参见美国判例史的演化，参见周伦军“从不当得利到损害赔偿：内幕交易民事责任的逻辑演进”，《法律适用》2015 年第 8 期，第 2～10 页。



应该对他们承担民事责任^{〔3〕}。本文亦持此说。另一类则面对此理论困境，仍然希望为其他交易者构建民事赔偿关系，故主张推定因果关系以求突破。^{〔4〕}

而不公平交易说者则均持需要对其他交易者承担民事责任的观点，并以此为理论出发点，立足于内幕交易内在的信息不平等性，主张为了减轻投资者举证责任等政策理由推定内幕交易和相对交易人损失之间的因果关系。其中有的学者仍然在侵权责任框架下演绎^{〔5〕}；有的改采法定责任说。^{〔6〕}不公平交易说有结果导向的工具主义、功能主义色彩。

我国理论界的多数派观点支持乃至强化内幕交易民事责任，但近年也有主流学者如赵旭东教授在立法政策层次明确提出并非“所有的内幕交易行为都要被追究民事赔偿责任”、要防止对内幕交易过度赔偿；^{〔7〕}主张重视法律制度中的多元价值的利益平衡角度思考、不必过于抬高其赔偿功能，并把防止滥诉、防止诉讼成为投资者“保险”，视为此领域的法律价值目标之一。^{〔8〕}主张内幕交易者须适度承担赔偿责任的最高法院法官，也批评立法例和理论学说往往“偏离内幕交易的行为属性去片面追求投资者损失补偿最大化，乃至由内幕交易人承担过于苛刻的赔偿责任，似有矫枉过正之嫌”。^{〔9〕}

本文采用欺诈说，除了其更契合法理外，还在于从 1993 年国务院《禁止证券欺诈行为暂行办法》到最高法院 2011 年《民事案件案由规定》，我国均明确将内幕交易列为证券欺诈之一。本人赞同我国历来来否定内幕交易民事责任的司法实践主流，但同样正视以《证券法修订草案》为代表的、简化内幕交易民事责任成立要件之新趋势，故有意具体分析代表了“民事责任肯定说”之制度化结晶的《草案》相关条文在适用时能否实现其预期之目的。本文将论证内幕交易民事责任制度落实中的难题并非通过推定因果关系就能迎刃而解。在确定合理赔偿范围等后续环节，立法者司法者仍须面对内幕交易行为和投资者损失之间的复杂关联度所带来的结果，其中的极大的理论困难和制度运行成本将降解此制度的正当性。

换言之，在法律中原则性写入内幕交易民事责任制度并非难事，但如何使制度能够切实运作，仍然需要满足法律本身的规律性和特殊性。本文无意于在原则层面继续近十年来的内幕交易民事责任“肯定说”、“否定说”的争论，而是想通过论证内幕交易民事责任制度的具体构建之难，对肯定说提出质疑。对本文可能的有力反驳，不在于论证内幕交易民事责任应该确立或责任因果关系确实存在，而在于论证相关赔偿措施能顺利展开。

〔3〕 代表性论作如耿利航“证券内幕交易民事责任功能质疑”，《法学研究》2010 年第 6 期，第 77～93 页。

〔4〕 参见冯果“内幕交易与私权救济”，《法学研究》2000 年第 2 期，第 97 页，认为内幕交易是典型的欺诈，第 93 页，但主张推定因果关系，第 97 页。

〔5〕 代表性论作如郭锋“内幕交易民事责任构成要件探讨”，《法律适用》2008 年第 4 期，第 88 页。曾洋“内幕交易侵权责任的因果关系”，《法学研究》2014 年第 6 期，第 119～121 页（主张把投资者“以信息对称为核心的公平交易法益”视为内幕交易者的侵权对象，从而推出民事责任）；王林清“内幕交易侵权责任因果关系的司法观察”，《中外法学》2015 年第 3 期，第 777 页（主张将内幕交易视为侵害公平交易权的行为）。

〔6〕 参见冯果、李安安“内幕交易的民事责任及其实现机制”，《当代法学》2011 年第 5 期，第 94～95 页（主张通过推定因果关系、实行法定责任制，以减轻原告举证责任）；张心向“我国证券内幕交易行为之处罚现状分析”，《当代法学》2013 年第 4 期，第 49 页。

〔7〕 参见赵旭东“内幕交易民事责任的司法政策与导向”，《法律适用》2013 年第 6 期，第 23 页。

〔8〕 参见赵旭东“内幕交易民事责任的价值平衡与规则互补”，《比较法研究》2014 年第 2 期，第 46 页。

〔9〕 王林清“公平交易理论下内幕交易受害投资者司法救济”，《中外法学》2017 年第 3 期，第 771 页。

本文将在各个环节探究内幕交易民事责任制度适用中的疑难之处，在此基础上对其功能的限制性予以反思。第二部分以欺诈论为讨论基础，指出《草案》为简化内幕交易民事责任成立要件而实施的两重因果关系推定或许过于直截。第三部分论证了对内幕交易民事责任应设置多重上限，且《草案》把上限设置为违法所得之三倍的作法并不符合主流国家的立法和我国研究界的通说。第四、五部分分析了民事赔偿范围界定的单一固定标准不足以涵盖现实中的多样化情形，故会产生不公平和不效率的问题。通过人为设定的基准日而推定的赔偿数额更宜作为民事责任的上限值之一，而对投资者的个别赔偿额应结合具体情形灵活处理。第六部分指出由于民事责任总上限的存在，投资者为数过多时会出现内部再分配问题。这也客观上限制了民事责任制度的功能。结论部分提出应正视内幕交易民事责任的功能有限性、制度展开时“知易行难”的复杂性，重视运用公法责任制度的震慑功能来打击内幕交易，并通过对罚没收入的再分配来实现投资者赔偿。对内幕交易可能的民事责任的规则细化探索工作交由司法机构继续探索。

二、内幕交易民事责任的两重因果关系推定难题

作为一种欺诈行为，内幕交易者与其他投资者之间虽然可能通过交易所匿名撮合成交机制而发生实际买卖关系，但相关可能的损害之发生原理与违约损害大相径庭。一般认为，此类违法者通过故意实施欺诈性交易或引诱交易的行为而令他人受损，其应承担的法律责任只能尽量用特殊侵权理论予以解释。⁽¹⁰⁾ 在此过程中，欺诈行为和受损者行为之间、欺诈行为和受损者损失之间需要证明的因果关系有两重。

一是定性层面的必要条件关系，即侵权行为是否与损害结果有关。英美法称之为事实因果关系（causation in fact），判断标准为“若无、则不”（but for）测试）。二是定量层面的损失因果关系，即侵权行为所实质性地产生的损害相当性/程度关系，用于确定民事责任范围的。英美法称之为法律因果关系。⁽¹¹⁾

（一）定性层面的因果关系可以被推定，但不无争议

按照一般民法理论，对欺诈责任的认定首先需要证明：相对人因欺诈而陷于错误，并因此错误而向欺诈人做出意思表示。⁽¹²⁾ 但现代证券交易以时间优先、价格优先为交易配对原则，通过计算机系统自动化匿名撮合、集中竞价，买卖双方之间并无直接沟通，上述因果关系难以得到证明。为解决此问题，在证券虚假陈述领域，美国司法者发展出了欺诈市场理论。虚假陈述可被认为是通过向市场发布不真实信息、扭曲价格信号，而令交易者受误导而产生买卖。故交易者据此对虚假陈述者进行索赔，具有较强的法理基础。

(10) 参见陈甦主编《证券法专题研究》，高等教育出版社2006年版，第279页。

(11) 相关理论详见 H. L. A. Hart & A. M. Honore, *Causation in the Law*, The Clarendon Press, 1959, p. 415; 王泽鉴《侵权行为》，北京大学出版社2009年版，第185页以下（责任成立因果关系与责任范围因果关系）；曾世雄：《损害赔偿法原理》，中国政法大学出版社2001年版，第96页；陈聪富《因果关系与损害赔偿》，北京大学出版社2006年版，第5~6页；魏振瀛主编《民法》（第二版），北京大学出版社2007年版，第687页；张新宝《侵权责任构成要件研究》，中国人民大学出版社2007年版，第304~321页；程啸《侵权责任法》，法律出版社2011年版，第186页。对典型案例的分析可见下文对 *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* 案的三次提及。

(12) 参见韩世远《合同法总论》，法律出版社2004年版，第211~212页。



但此理论要适用于内幕交易，则较为困难。虚假陈述者、操纵者会通过言论或行动影响市场，而内幕交易与同期反向交易明显是各自独立发生。⁽¹³⁾ “纯粹的内线交易既无人创造供求，又无人交易价格”，只是内幕交易人“捷足先登而已，其违反了市场公平理念，未必对其它投资者造成实质损害”。⁽¹⁴⁾ 甚至可以说，投资损失要归咎于内幕交易，“可能是无法证明的”。⁽¹⁵⁾

故基于保护投资者等政策目的，只能放弃直接证明因果关系的存在，而为推定因果关系寻找理由。美国司法界较为先驱地开始了此类探索。在里程碑性质的 1974 年联邦第二巡回区 *Shapiro v. Merrill Lynch* 案中，涉案股票在短时间内价格剧变，同时被告泄露内幕信息供他人交易，联邦第二巡回区上诉法院认为价格变化可以归因于不当交易（attributable to the wrongful trading）。作为自内幕交易行为实施至信息公开披露前这段时间内买入股票的投资者之一，原告倘若知道被告所隐瞒的信息，就不会购买相关股票。法院援引了最高法院在遗漏型虚假陈述中推定对未披露信息之信赖和因果关系存在的 1972 年 *Affiliated Ute Citizens* 案先例，⁽¹⁶⁾ 在此基础上进而推定了因果关系在未披露内幕信息的内幕交易者和其他交易者之间存在。此判例确立了事实因果关系可由于其他理性投资者会因为知晓未披露信息的内容而改变交易决定而建立。⁽¹⁷⁾

但美国法律界此后对此仍然颇有争论。例如，1976 年第六巡回区 *Fridrich* 案判决认为内幕交易中的因果关系推定是将一对一交易中对卖方的信赖义务不当扩大。投资者在买入时尚无权获知内幕信息，损失是因为未知悉非公开信息，而不是内幕交易人不公开信息所致。内幕交易行为并未改变投资者的风险预期和投资决定。⁽¹⁸⁾

1980 年第二巡回区 *Elkind* 案判决详尽讨论了几种内幕交易的赔偿计算方法之短长，并强调了要防止过分赔偿原告，以试图在确立民事责任的同时，不过分加责于内幕交易者。⁽¹⁹⁾ 1983 年最高法院则在 *Dirks* 案判决中指出“在许多情况下，内幕交易行为与外部投资者之损失可能不存在因果关系。在一定意义上，投资者们不可避免地要根据不完全、不正确的信息而采取行动，市场上总有输赢。而输家并不必然就是被欺诈者”。⁽²⁰⁾ 多数法院鉴于此类案件的复杂性，为避免过度赔偿，而不愿意判决承担民事责任。⁽²¹⁾ 美国学者们也继续论证：内幕交易人的出现具有偶然性。⁽²²⁾ 内幕交易人未曾促使他人从事反向交易，也无需为其损失承担责任。⁽²³⁾ 无论有无内幕交易人的存在，其事实上的交易对手实际上总会以同样的价格发出交易指令。内幕交易的存在没有改变

(13) See Henry Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York: Free Press, 1966, p. 91.

(14) 参见廖大颖“企业并购外部讯息与内线交易疑云——兼评证券交易法 157 条之一”，载陈家彬等：《财经犯罪与证券交易法——理论·实务》，（台北）新学林出版社 2009 年版，第 39～83 页。

(15) 前注〔7〕，赵旭东文，第 23 页。

(16) See *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U. S. 128 (1972).

(17) See *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974), at 238.

(18) See *Fridrich v. Bradford*, 542 F. 2d 307 (6th, Cir. 1976).

(19) See *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980).

(20) *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646 (1983), 666.

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

(22) See Michael P. Dooly, *Enforcement of Insider Trading Restriction*, *Virginia Law Review*, 66 (1980), p. 33.

(23) See Frank H. Easterbrook, *Insider Trading Secret Agents, Evidentiary Privileges, and Production of Information*, *The Supreme Court Review*, (1981), pp. 309～324.

他人的交易决策，或使其境况变差。⁽²⁴⁾ 如果内幕交易造成了股价异动，投资者更可能会同向操作，而非被引诱反向操作。⁽²⁵⁾

1988 年，主张追究内幕交易民事责任的观点在美国国会获胜。新通过的《内幕交易和证券欺诈执行法》在 1934 年《证券交易法》中设置了 20A (a) 节，赋予了与内幕交易人的同时 (contemporaneously with)⁽²⁶⁾ 反向交易者的索赔权。在实证法上确立了事实因果关系推定。这一立场也影响了加拿大、澳大利亚、新加坡、我国台湾地区的立法。⁽²⁷⁾ 但欧盟⁽²⁸⁾ 和 1948 年即有《证券交易法》的日本⁽²⁹⁾ 仍没有对内幕交易规定特殊的民事责任认定制度和实行因果关系推定。日本的司法实践以未证明与内幕交易的因果关系驳回了有关诉讼请求。⁽³⁰⁾

我国 2006 年《证券法》和韩国《资本市场法》第 175 条⁽³¹⁾ 一样，只是简单规定了内幕交易可产生赔偿责任，未指出何等主体具有请求权。这意味着任何原告都必须就因果关系在内的全部要素予以举证。

故在 2006 年后，除背景特殊的光大证券案外，在我国的数起内幕交易民事诉讼中，原告均由于难以证明因果关系而落败。⁽³²⁾ 其中北京第一中级法院判决指出：被告没有对原告的相关交易作过任何明示或暗示的指导或提示、建议；被告内幕交易行为也未对股价产生影响，因此，原告买入股票并非受到被告的引导，其投资损失与被告的内幕交易行为不存在因果关系。⁽³³⁾

要求通过立法或司法推定内幕交易和同时反向者损失的因果关系存在，因此成了主张追究内幕交易的民事责任的学者必须坚持的立场。他们秉持的理由有三类：

一是“若知道此等违法行为存在，相对人就不会去交易”的理论假设。但这种理论假设的不足在于：不同于一对一当面交易中的卖家瑕疵担保责任，内幕交易人没有明确的法定义务甚

(24) See James D. Cox, Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the “Chicago School”, *Duke Law Journal*, 1986, p. 635.

(25) See William J. Camy, Signaling and Causation in Insider Trading, *Catholic University Law Review*, 36 (1987), p. 890.

(26) 美国法并未界定同时的范围，司法实践中标准不一。我国台湾地区等的立法例定为同日。此点有讨论空间，但与本文论题不直接相关，故不多做讨论。不过，若同时的外延过大，导致适格原告较多的话，在民事责任范围有上限时，对每个人的赔偿意义肯定更低。

(27) 具体立法例列举见前注〔5〕，王林清文，第 774 页。

(28) 参见〔英〕理查德·亚历山大《内幕交易与洗钱：欧盟的法律与实践》，范志明等译，法律出版社 2011 年版，第 213 页以下。

(29) 参见杨峰“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，第 589～590 页；樊纪伟“日本金融商品交易欺诈民事责任制度及其借鉴”，《经济法论丛》（第 25 卷），法律出版社 2013 年版，第 237～238 页。

(30) 参见〔日〕河本一郎等《证券交易法概论》，侯永平译，法律出版社 2001 年版，第 289 页；参见顾肖荣“日本证券内幕交易的民事责任”，《法学》2002 年第 1 期，第 51～52 页。

(31) 参见《韩国资本市场法》（2011 年版），董新义译，知识产权出版社 2011 年版，第 150 页。

(32) 2008 年陈宁丰在南京中级法院诉天山水泥陈建良案，以原告撤诉结案，（2008）宁民二初字第 136 号裁定；田浩“股民诉黄光裕证券内幕交易案一审宣判”，载《人民法院报》2012 年 12 月 21 日，第 3 版。但原告吴某是与黄夫妇同向买入，近一年后，涉内幕交易信息公布，吴将股票卖出。

(33) 参见陈祖灵诉大唐电信潘海深内幕交易赔偿案，北京第一中级法院（2009）一中民初字第 8217 号判决。但该案原告于内幕交易后 2 个月才卖出，且实际盈利。



至权利去披露可能令相对人重估交易决策的相关信息。⁽³⁴⁾

二是欺诈市场理论,即欺诈行为影响市场价格信号,从而影响了全体投资者。2015 年 9 月起上海第二中级法院陆续判决了数百起针对光大证券“816”事件的案件。这是我国第一例/批生效的内幕交易民事判决。法院认为“影响证券价格的因素非常多,往往是多种原因相互交织引起证券价格波动”,“由投资者用证据去证明内幕交易的因果关系几乎不可能”,故“应采用推定因果关系的做法”,理由是“交易时不披露内幕信息,会在极大程度上影响到投资者所投资的交易品种价格,进而造成投资者的损失”。⁽³⁵⁾这显然采用了欺诈市场理论。⁽³⁶⁾但在法律只是为投资者概括提供了默示诉权时,司法者将欺诈市场理论类推适用于无积极陈述的内幕交易人较为牵强,只宜依据欺诈市场理论,通过立法来确立对内幕交易的明示诉权。⁽³⁷⁾

前两种理由衍化自欺诈论,是用虚假陈述责任理论去类推适用于内幕交易,故有方凿圆枘之嫌。而第三类理由直接主张内幕交易侵犯了其他投资者的公平交易法益,而以此正当化因果关系之推定,倒也明快。不过也有研究者沿用了“如果其知道反向交易者中存在内幕人,必然不会作出导致其受损的交易决策”的构造。⁽³⁸⁾此说回避了“如果知道反向交易者利用了内幕信息”的提法,因为公平交易论者承认外部投资者并无对内幕信息的知情法益。⁽³⁹⁾

此外,尽管我国学界多数意见主张放松内幕交易因果关系认定,但近年赵旭东教授也提出:内幕交易风险是投资者可以预见和接受的,不能完全豁免原告举证责任,“不能放弃对因果关系要件的严格要求”。即使采用因果关系推定的法律技术,也应给予被告方充分的反证机会;同时采用优势证据证明标准(高于普通民事原告的证明责任),以免忽视市场因素等引致的投资损失。⁽⁴⁰⁾

(二) 定量层面的因果关系难以被推定

美国等法域通过立法推定了内幕交易和同时反向交易者损失之间的事实因果关系,这是定性层面的因果关系,应由内幕交易者负责的他人损失之范围的问题,仍然未得到解决。确定民事责任大小的数值化因素,仍然需要去推算和证明。例如,在光大证券案中,被告就提出其交易量在被指的内幕交易时段内、于其所交易的两份股指期货合约总量中仅占 1.4%、1.8%,对价格和其他交易者可能造成的损失影响很小。即使是肯定内幕交易民事责任的学者也认为这最多只产生纯粹经济损失。⁽⁴¹⁾

美国早期判例法要求原告证明交易的因果关系和损害的因果关系,才能在 10b-5 规则下获

(34) See Donald C. Langevoort and G. Mitu Gulati, *The Muddled Duty to Disclose Under Rule 10b-5*, *Vanderbilt Law Review*, 57 (2004), p. 1676.

(35) 缪因知“光大证券内幕交易民事赔偿诉讼判决评述”,《证券法律评论》2016 年卷,第 244 页;上海二中院课题组“证券市场内幕交易民事赔偿责任问题研究”,《证券法苑》第十八卷,2016 年 12 月,第 401~402 页。

(36) 不过有些矛盾的是,同一判决书指出:内幕交易具有秘密性,投资者无法对他人的内幕交易行为产生信赖,内幕交易不完全和必然影响投资者做出是否交易的决定,而判决不赔偿原告的交易印花税手续费支出。

(37) 参见陈洁《证券欺诈侵权损害赔偿研究》,北京大学出版社 2002 年版,第 164~165 页。

(38) 参见前注〔5〕,王林清文,第 777 页。

(39) 参见前注〔5〕,曾洋文,第 119 页;同上,王林清文,第 774 页。

(40) 参见前注〔7〕,赵旭东文,第 20~21、23 页。

(41) 参见前注〔6〕,冯果、李安安文,第 94 页。

得证券欺诈损害赔偿，并排除那些通常情况下难以从被告违法行为中预见到的损失。⁽⁴²⁾ 后尽管《证券交易法》1988年修订时加入20(A)节推定了事实因果关系，21D(b)(4)节仍然要求“在依据本法提出的任何民事起诉中，原告负有责任证明被告违反本法的作为或不作为造成了原告寻求赔偿的损失”，所以1988年后起诉内幕交易者而成功获赔的投资者依然很少。⁽⁴³⁾

而我国两份《草案》实际上为内幕交易民事责任直接采取了双重因果关系推定：一是推定内幕交易和同期反向交易的发生存在因果关系，二是推定内幕交易和同期反向交易者的损失存在因果关系。为了解决量化难题，《草案》给出了对赔偿额的单一固定标准计算公式。然而，这样的推定超越了世界上主要发达法域的立法例，过于激进。这也导致了具体配套制度的不尽合理。下文将对此予以分析。

三、内幕交易民事责任上限的设置难题

诚然，我国可以有不同的立法政策，在特定阶段为强化相关法律规则的震慑或赔偿功能，可更为激进的推定损失定量方面的法律因果关系，直接规定满足一定条件的投资者损失应由内幕交易者赔偿。但为了确保法律的公平性，若我们较容易地实现了内幕交易与投资者损失之间的因果关系推定，则违法者的民事责任范围就应当被限制，以避免此等因果关系具有模糊性的行为被过度追责、有悖法律利益的平衡。⁽⁴⁴⁾

毕竟，正如克拉克教授所言“法律政策要求投资者自行评估股价波动的准确含义，否则太多的事后假设会变成可以寻求保护的权力”。⁽⁴⁵⁾ 即便市场中存在着内幕交易，绝大多数情况下证券投资者的损失还是来自于正常的市场信息不对称及个人无法对信息做出有效分析等市场因素。⁽⁴⁶⁾ 内幕交易对市场和其他投资者的影响可谓混迹于各类市场信号中，未必能被有效发掘出来以阐明相应的民事责任。⁽⁴⁷⁾ “投资者损失与内幕交易有关”的推定，不应带来“投资者损失都应由内幕交易者赔偿”的结论。

(一) 民事责任之上限应为违法所得的一倍，而非三倍

2015《草案》把赔偿限额设置为违法所得的三倍，并不适宜。这不符合比较法的经验，似乎混淆了民事赔偿和民事罚款的概念，也不公平。

1. 比较法考察

故而，对内幕交易者的民事责任设置上限，以避免过分赔偿，成为了法治发达国家的通行选择。这种上限会有两种。一种是通过设定基准日以计算出特定期间内证券平均价格和被欺诈者的实际交易价格之差，再乘以相应证券数。但如果大于被欺诈者实际损失，则仍以后者为准。

(42) See *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981).

(43) See Roberts W. Hamilton & Jonathan R. Macey, *Cases and Materials on Corporations* 908 (10th ed., Thomson West, 2008).

(44) 参见前注〔3〕，耿利航文，第92页。

(45) Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Little Brown and Company, 1986, p. 268.

(46) See Stephen M. Bainbridge, *Insider Trading*, Foundation Press, 2nd ed., 2007, pp. 159 ~ 160. Dennis Karjala, Statutory Regulation of Insider Trading in Impersonal Markets, *Duke Law Journal*, 1982, pp. 627 ~ 633, 648.

(47) 对内幕交易产生价格波动进而导致相反交易之观点的批判，参见前注〔3〕，耿利航文，第80 ~ 81页。



如以限制证券民事诉讼为意旨的美国 1995 年《私人证券诉讼改革法》在《证券交易法》中加入 21D (e) 节,把原告投资者买卖价和欺诈更正信息发布日起 90 日的收盘均价之差作为该法下任何民事责任承担的上限;如果原告在 90 日届满前已经卖出或重购证券,则欺诈更正信息发布日到该日的收盘均价和原先的买卖价之差为上限。28 (a) 节规定根据该法获得的任何损害赔偿总数不得超过被诉行为造成的实际损失 (actual damages)。

另一种会同时适用的上限则是欺诈行为人的违法所得。1976 年美国联邦第六巡回区上诉法院一位法官在 Fridrich 案判决附和意见中指出:通过推定因果关系 (如 Shapiro 案) 来允许不知情的同时反向交易人向内幕交易者提起赔偿诉讼,制度功能不在于实现个别赔偿,而是令他们作为整体投资者的代理人原告 (surrogate plaintiff) 剥夺内幕交易者的违法所得,实现对违法行为的阻吓。1978 年美国法学会 (ALI)《联邦证券法典建议稿》提出了以违法所得为内幕交易赔偿上限。⁽⁴⁸⁾ 1980 年第二巡回区 Elkind 案判决⁽⁴⁹⁾ 详尽讨论了几种内幕交易的赔偿计算方法之短长后,认为以吐出违法所得为限的赔偿办法 (the disgorgement measure) 最为公正。不以反向交易者的损失为准,则正是由于其损失与内幕交易的关系难以证明。值得注意的是,该院已经认识到民事原告在此上限下按比例受偿后,所获将甚少,未必再有激励去起诉,但法院仍坚持确立此上限。

在成文法上,1988 年美国《证券交易法》设置 20A (a) 节赋予了与内幕交易人的同时反向交易者的索赔权的同时,在 20A (b) 节《责任限制》规定赔偿总额 (the total amount of damages) 限于违法所得或避损额,且要扣除依照其他章节如 21 (d) 节吐出 (disgorge) 的民事罚款 (civil penalty, 详下)。⁽⁵⁰⁾

在美国,违法所得吐出法在可预见的将来不会被改变。⁽⁵¹⁾ 这凸显了相关制度的主要功能在于惩罚 (剥夺违法所得) 和震慑的准公法目的,而非赔偿他人损失的私法目的。同为反欺诈制度,对内幕交易的这种限额赔偿制和 10b-5 规则下对虚假陈述的赔偿制也是不同的,后者并不以违法所得为限。

与美国法类似,新加坡《证券期货法》第 234 条 (1) 款规定对内幕交易同期交易者的赔偿范围为该人买卖价与内幕信息如果已经被公开 (had been generally available) 时所涉证券期货可能 (would have been likely to have been) 的价格之差,第 234 条 (6) 款规定证券期货违法行为 (contravention) 所有受损者的最大可赔额 (maximum recoverable amount) 是违法者的所得或避损额。

2. 《草案》分析

2015《草案》把赔偿限额设置为违法所得的三倍,隐藏的立法意旨是赔偿对象将不限于内幕交易者的实际交易对手,而是包括一定期间 (如同一日,或内幕交易之时起到内幕信息公开

(48) See Proposed Draft of a Federal Securities Code, § § 1603, 1703 (b), 1708 (b), 1711 (j).

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

(50) 对该法的更多讨论参见 Howard M. Friedman, The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, *North Carolina Law Review*, 68 (1990), p. 465. 此文指出同期反向交易者和其他交易者并无本质不同,不应额外保障,第 485 页。

(51) See Jesse H. Choper, John C. Coffee, Jr. & Ronald J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 6th ed., Aspen Publisher, 2003, p. 514.

之时⁽⁵²⁾) 内的所有同一证券相对交易方 (因为实际相对交易方的损失和内幕交易者的违法所得应该是相等的, 而无需再提高上限到三倍)。这样的结果自然是过苛的, 既不符合我国研究界将内幕交易赔偿范围限制在违法所得一倍的通说,⁽⁵³⁾ 也违背了研究界只对实际交易对手予以赔偿的通说。⁽⁵⁴⁾

尽管有个别学者主张对内幕交易实施惩罚性赔偿, 以弥补对市场公平公正等“无法用金钱衡量的社会整体利益的损害”。此学者的立论基础是惩罚性赔偿可以激励原告更积极提起民事诉讼,⁽⁵⁵⁾ 但与其他类型的案件 (如该文用来举例的员工因工作环境受损) 不同, 证券市场有专业的执法者, 普通民事原告则很难证明内幕交易存在, 故激励私人原告的必要性和有用性较弱。此论也不足以解释为何这种赔偿是向特定投资者做出, 而非通过民事罚款等形式纳入公共基金。毕竟, 内幕交易并非只损害到了当日反向交易者, 而是损害了整个市场。

此外, 《草案》中的三倍规则可能是对发达法域的民事罚款制度误读所致, 下文将对此予以阐述。

(二) 内幕交易责任追究中的民事罚款与民事赔偿应予区分

主流国家的立法并不按内幕交易等证券欺诈行为的违法所得的三倍设置民事责任, 而是对违法所得之三倍进行没收, 一般出现在行政罚款或民事罚款 (civil penalty) 领域。

对内幕交易行为明确征收三倍民事罚款之规则的滥觞, 是 1984 年美国《内幕交易惩罚法》(Inside Trading Sanction Act)⁽⁵⁶⁾ 在 1934 年《证券交易法》中加入了 21A (a) 节, 授权证券交易委员会对内幕交易人、泄密人等⁽⁵⁷⁾ 提起民事诉讼, 寻求不超过违法所得或避损额 (profit gained or loss avoided) 的三倍的民事罚款, 且该罚款不影响其他行政罚款。这个罚款归入国库 (the Treasury) 或专设的公平基金, 而非直接给投资者的民事赔偿金, 所以不受民事赔偿填补损害的基本属性的制约。⁽⁵⁸⁾ 在时点上, 这早于 1988 年法确认内幕交易反向交易者的民事索赔权。

日本在《证券交易法》2004 年修改时引入了上缴国库的课征金 (課徴金)。2006 年日本《证券交易法》被纳入《金融商品交易法》。《金融商品交易法》第 175 条规定对于第 166 条下的内幕交易所得和第 167 条要约收购中的内幕交易所得, 可以按照内幕交易人买卖价和重大信息公

(52) 我国台湾地区“证券交易法”和美国多数法院的判例法以同一日为标准。美国 1974 年 Shapiro v. Merrill Lynch 案判决和美国法学会 (ALI) 联邦证券法典建议稿以内幕信息公开前的期间为标准, 前注 [9], 王林清文, 第 772 ~ 773 页。

(53) 参见前注 [4], 冯果文, 第 98 页; 张斌 “内幕交易中的因果关系认定和赔偿数额确定”, 《人民司法案例》2008 年第 22 期, 第 95 页; 前注 [5], 王林清文, 第 782 页 (以“避免对违法者课以过度责任”)。

(54) 参见杨亮 《内幕交易论》, 北京大学出版社 2001 年版, 第 337 页; 杨峰 《证券民事责任制度比较研究》, 法律出版社 2006 年版, 第 288 页; 前注 [5], 曾洋文, 第 130 页; 前注 [9], 王林清文, 第 783 页 (不过主张可以拿同期交易者代替实际交易)。

(55) 参见马新彦 “内幕交易惩罚性赔偿制度的构建”, 《法学研究》2011 年第 6 期, 第 120 页。该文总体的不足也在于把证券市场视为可实施惩罚性赔偿的一个寻常场域, 与产品质量责任等无差别。

(56) See Carole B. Silver, Penalizing Insider Trading: A Critical Assessment of the Insider Trading Sanctions Act of 1984, *Duke Law Journal*, 1985, p. 961.

(57) 1988 年《内幕交易和证券欺诈执行法》又对《证券交易法》同一节做了修改, 增加了内幕交易人的控制人的近似法律责任。

(58) 可以对比的是, 规制期货交易的美国《商品交易法》22 (a) 节对故意的 (willful and intentional) 的违法行为设置了不超过 2 倍于实际损害的惩罚性赔偿。



开次日收市价之差予以没收。2010 年后直接交易者的违法所得计算标准被修改为按照内幕信息公开后 2 周内证券的最高价/最低价减去内幕交易人的买入价/卖出价再乘以交易量;⁽⁵⁹⁾但在计算课征金时,可以扣除刑事罚金的部分。《金融商品交易法》在 2013 年的修改中也在第 175 条引入了三倍规则,但只限于行为人(如基金经理)为他人利益而进行内幕交易时缴付的课征金。这是由于此类主体(一般是内幕信息受领人)从事内幕交易后,客户会获利巨大,但交易者本身直接所得有限,故而不宜简单比照为自己利益进行内幕交易的情形,而宜按交易当月全部报酬的三倍收缴课征金。

新加坡《证券期货法》第 232 条规定对证券期货欺诈行为可施加的民事罚款为不超过违法所得 3 倍或违法避损额,也可以是 5 万元(对非公司)或 10 万元(对公司)的固定值,以大者为准。欧盟也有类似的内幕交易民事罚款制度。⁽⁶⁰⁾

与民事赔偿金不同,民事罚款最后会进入国库的或专项公平基金,而不直接归于受损的投资者。而发达国家之所以在行政罚款之外发展出民事罚款制度,目的有二。一是为了在事实认定上不必采用行政责任证明的优势标准(更不用说刑事责任证明的排除合理怀疑标准),用较低的、民事责任证明的盖然性标准即可,间接证据的适用空间也更大。通过有效收取三倍于违法所得的民事罚款,可弥补证券欺诈行为民事责任制度的本身的作用有限(如受限于填补损害原则、民事程序成本高昂、原告人数分散、举证能力弱、存在搭便车倾向),而通过综合打击来减少违法行为。

二是为了限制行政权的滥用。如在美国,证券交易委员会寻求施加三倍罚款时,必须通过民事诉讼程序,由司法而非行政机构作出裁决。这也是对超出违法所得的吐出执法力度的一种平衡。尽管美国较新的立法如 2010 年《多德-弗兰克法》授权证交会通过行政程序(administrative proceeding)将内幕交易案件提交给证交会(SEC)自身的行政法官裁决,但实践中执法者仍然不会过分背离司法审查。例如 2011 年 3 月,在帆船基金内幕交易案中,证交会涉嫌屡次泄露内幕信息的高盛公司前高董事 Rajat K. Gupta 的案件提交给行政法官后,⁽⁶¹⁾Gupta 抗辩称行政程序剥夺了其在联邦法院诉讼程序中可获得的更广泛的提交证据的机会与获得陪审团裁决的权利。证交会遂撤回了行政程序,改于 2011 年 10 月向联邦法院提起民事诉讼。⁽⁶²⁾

所以,不能脱离发达国家立法例的背景,把“三倍规则”单独剥离出来作为片面加强反内幕交易等欺诈行为的法律打击力度的依据。

尽管我国立法无须一定要仿照外国,但我国《证券法》已规定对内幕交易可按违法所得征收 1~5 倍罚款,是否还有必要在民事责任制度中设置三倍规则,值得讨论。

四、以单一固定标准实施个别赔偿可能导致的不公平

由于前述真实因果关系的模糊性,即便抽象推定内幕交易和投资者损失存在因果关系,应

(59) 此种计算方式惩戒意味明显,但更适用于股价通常变化较为平缓的市场。《草案》未采此标准,本文也不赞同。

(60) See R. C. H. Alexander, *Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation*, Ashgate Publishing, 2007, p. 203.

(61) See <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-53.htm>, 最后访问时间: 2017 年 11 月 20 日。

(62) See SEC Files Insider Trading Charges against Rajat Gupta, <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-223.htm>, 最后访问时间: 2017 年 11 月 20 日。

由内幕交易者赔偿的具体损失数额仍然难以判断。

首先需要解决的是民事责任承担对象问题。这个问题相对简单。美国、新加坡、我国台湾地区、新西兰和我国《草案》等承认一段时间内反向交易者的索赔权，而《加拿大商事公司法》、《澳大利亚公司法》仅承认事实上的反向交易者的此项权利。本文认为若非要确立民事责任，前者较合理，一是事实上的反向交易者是谁，具有随机性，其并不比其他交易者更值得保护；⁽⁶³⁾二是大大减轻了原告证明自己适格的责任；三是注意到了利空性内幕信息公开前连续交易时的损失传递和分担问题（若跟我国台湾地区一样以当日为限，则买入的交易相对人因T+1交易规则的限制，不会将损失传递给后手）。

其次需要解决的是赔偿标准问题。基本对策则有两类，一是结合个案予以研判，二是通过公式和人为设定基准日而推定得出相应赔偿数额。

两份《草案》均以推定的基准日（内幕信息公开后十日）为准得出单一固定标准作为对投资者的实际赔偿额。这种方式看似简明易行，又较接近虚假陈述的赔偿标准。在买入型内幕交易中，这相当于是计算卖出者若未卖出时的收益。在卖出型内幕交易中，这相当于是计算买入者若未买入时可以避免的损失目前对这一计算方式的探究（包括正面意见）甚少。王林清批评其法理基础是承认反向交易者有权在交易时获知内幕信息。⁽⁶⁴⁾本人认为，即便不考虑其正当性，在技术操作上，这一标准也存在诸多不妥。

第一个问题是技术层面的，即“顾此失彼”：有了损失赔偿标准，却丧失了对赔偿上限违法所得的计算工具。而内幕交易违法所得如何计算，在实践中仍然是一个难题，标准也不统一。⁽⁶⁵⁾例如，如果内幕交易人已经卖出获利，是否只算实际价差？如果尚持有，是否也以十日均价为准？有待明确。第二个问题是，用同一个公式推定了内幕交易对在不同时点和价位买卖的投资者造成的损失幅度，对不同交易情形按统一公式赔偿，不公平。

事实上，主流国家的做法是将单一固定标准得出的结果用于计算违法所得或成为赔偿上限，而非对投资者赔偿的个别数额，如前第三（一）部分引美国《证券交易法》21D（e）（1）（2）节。在此上限之下，灵活确定投资者的个别获赔额，并区分买入和卖出的情形，因为卖出时的实际损失和内幕交易导致的理论损失是一致的。反向交易者买入后“长期观望”持有时的实际损失和“当机立断”卖出的理论损失未必一致，切不可一概而论。如有论者认为涉案“证券在起诉前已被卖出，则实际损失数额为买入平均价减去卖出平均价乘以证券数量”。⁽⁶⁶⁾这是不正确的。因为起诉时点可能和交易时点相距甚远，交易者最终卖出时的贱价可能受到多种因素影响。

作为对金融案件最具司法经验的司法机构，纽约股票交易所所在地的美国联邦第二巡回区上诉

(63) 较早论述此点的是 *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974)。

(64) 参见前注〔9〕，王林清文，第777页。

(65) 参见刘宪权“内幕交易违法所得司法判断规则研究”，《中国法学》2015年第6期（刑罚角度），第239~262页；汤欣、高海涛“我国内幕交易案件中违法所得的算定及判罚：兼论域外法律实践及其启示”，《证券法律评论》2016年卷（行政处罚角度），第47~67页；肖泽晟“违法所得的构成要件与数额认定：以内幕交易为例”，《行政法学研究》2013年第4期，第53~59页。证监会2007年《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》第23条提出了违法所得的计算公式，但这些公式的核心是确定一个计算所持证券市值的基准日，而基准日允许在多个时日中酌情选择。此标准较为粗糙，包括不能区分违法者的合法交易和违法交易的结果。故《指引》也允许参考其他公式。

(66) 前注〔9〕，王林清文，第778页。



法院在判决中指出：证券欺诈的民事赔偿额应结合具体案情考察（damages are best addressed in a concrete setting），如行为是否严重损害市场机能、被告获利情况、被告行为动机、原告致损情况等，以便既不令欺诈人从错误行为中获利，也不带来过度救济（Draconian relief）。⁽⁶⁷⁾

我国主流侵权损害赔偿理论亦认为应在“个案中通过被侵害利益保护力度、行为正当化程度、因果关系贡献度、过错程度等要素的综合平衡”。⁽⁶⁸⁾ 主张基于公平而认定内幕交易因果关系存在的学者还进一步指出对每个适格索赔者的赔偿数额不应超过该人损失的一半。⁽⁶⁹⁾ 《草案》与此相悖的做法不足以涵盖复杂的市场情形，会产生过度赔偿的公平问题。

值得注意的是，我国《草案》通过固定的十日标准计算内幕交易反向交易者的损失，且最高能达到违法所得三倍，很可能受到了我国台湾地区“证券交易法”第 157-1 条的影响。该条就内线（内幕）交易规定“违反第一项或前项规定者，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。”

第 157-1 条也自动推定交易因果关系和损失因果关系，⁽⁷⁰⁾ 但比起《草案》有一个明显的优点，即规定了“其情节轻微者，法院得减轻赔偿金额”，符合比例原则，考虑更为全面。此外，我国台湾地区“证券交易法”在 2006 年后明确了有权索赔的相反交易人限于同日内（之前司法实务和学说观点普遍已持此观点），这至少做到了简明和节省司法成本。而《草案》中“内幕交易期间”的所指还不太明确。

但第 157-1 条还是受到了我国台湾地区学者的批评。除了因果关系直接推定的正当性不足外，此条未考虑违法所得大小，在可操作性增强的同时易导致过分剥夺和过分赔偿。我国台湾地区学者强调：作为立法技术的推定不能任意进行，内幕交易行为和违法所得之间的因果关系较明显，而违法行为和他人损失之间的因果关系就弱得多。⁽⁷¹⁾ 按第 157-1 条的规定，不同善意相反买卖人以不同的价格进行交易，却能由于同一违法内线（内幕）交易而获得金额不同的赔偿，可能导致投资者获得额外收入。⁽⁷²⁾ 立法院相关修法说明也显示这是前述“其情节轻微者，法院得减轻赔偿金额”之保护性但书的增设目的。

我国台湾地区“证券交易法”增设第 157-1 条是在 1988 年。直到 2006 年修法，该条原来的规定其实是内幕交易人“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。”即十日标准用来计算违法所得，并在此差额限度的赔偿上限内赔偿。具体算法为求偿人按照其自身交易量占当日该股票相

(67) See *Heit v. Weitzen*, 402 F.2d 909, 917 & n. 8 (2d Cir. 1968); *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228, at 241 ~ 242 (2d Cir. 1974).

(68) 叶金强 “论侵权损害赔偿范围的确定”，《中外法学》2012 年第 1 期，第 151 页。

(69) 参见前注〔5〕，曾洋文，第 127 页。

(70) 参见赖英照 《股市游戏规则——最新证券交易法解析》，中国政法大学出版社 2006 年版，第 456 页。

(71) 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”，（台湾地区）《月旦法学杂志》2010 年第 2 期，第 287 ~ 297 页。

(72) 参见赖英照 《股市游戏规则——最新证券交易法解析》，（台湾地区）元照出版社 2009 年版，第 563 页；刘连煜 《新证券交易法实例研习》，（台湾地区）元照出版社 2008 年版，第 425 页。

反买卖交易量的比例乘以内幕交易人的违法所得，以一倍或三倍的违法所得为上限。需要注意的是，我国台湾地区实施惩罚性赔偿责任制度，与该法域缺乏内幕交易行政责任的特殊制度背景有关。⁽⁷³⁾ 这一点与我国内法区别甚大。

有我国台湾地区学者认为 2006 年前的模式可能产生不合理结果，其举例说内部人以 100 元买入股票，股价连涨 20 日到 200 元，但十日均价只是 150 元，内幕交易人仍然保有 50 元差价部分的获利。⁽⁷⁴⁾ 此说不确切之处在于：十日均价旨在模拟市场一般投资者买入该股的成本，故内部人在此价格之上的获利部分是和外部投资人“在同一起跑线上”后的投资所得。内部人在内幕信息公开后持股到第 20 日，本身也有风险承担在内。不能因为其一开始从事的是不公平的内幕交易，就要剥夺其所有收益。按照此说，如果内部人坚持持股 20 年，股价复权后涨到 2 万元，难道都要视为非法所得么。

故本文主张结合我国台湾地区“证券交易法”第 157-1 条在 2006 年前的模式，以内幕交易人实际违法所得（买入型内幕交易且信息公开十日内卖出）和十日标准决定的差价计算所得（买入型内幕交易且信息公开十日后尚未卖出的，或卖出避损型内幕交易）为对所有投资者的赔偿总额。善意相反买卖人可获赔的额度，按其交易量占适格同期交易量的比例来计算。这也符合美国法的相关规定如《证券交易法》21D(e) 节的意旨，否则便会产生过度赔偿的不公平结果。

五、以单一固定标准实施个别赔偿可能导致的不效率

本部分将从市场价格变化机理分析界定内幕交易民事责任范围时采取“十日标准”这样的单一固定标准所可能引发的负面影响，即影响交易价格回归真实面的速率。这也会导致按照推定的合理市场价格来确认民事赔偿范围时的差讹。

（一）《草案》采取十日均价标准以确定赔偿范围的意旨

证券欺诈导致的交易损失源于被欺诈行为扭曲的交易价格，故相应民事责任确定时应选取一个合理市场价格作为计算交易损失的参照基点。内幕交易行为具有隐蔽性，对市场价格影响甚小。法律难以倒推其若不发生时的市场价格，故而在决定赔偿时，难以以内幕信息公开前的某个价格为合理的参照价格，而只能勉强探索由内幕信息公开后的某个价格为参照。而由于证券交易价格会受多种因素或即时或迟延地影响而变动不居，各国立法上多借助固定数值推定方式来得出合理价格，如美国《证券交易法》21D(e) 节把投资者买卖价和更正信息发布日起 90 日交易均价之差作为赔偿上限。

我国《草案》十日标准的法理基础在于：内幕信息被公开后，市场会吸收这一更正信息，并在十日内逐渐形成对这一重大信息的合理价格反应。基于现代快捷的市场信息传递技术，十日期限的设定不应当是为了照顾有的投资者可能资讯不灵、要十日才能反应过来，而是通过十日平均化的价格来降低其他偶然因素对市场真实价格的扭曲。沪深交易所并非价格可以快速吸收信息的有效（efficient）证券市场，故不能认为信息一经公开，股价就已调整到位。

可以佐证之的是：我国内地的法律并不像我国台湾地区的“证券交易法”第 157-1 条那样规定内幕信息知情人在信息公开一段时间后才能交易。我国法律允许内幕消息一经公开，知情

(73) 同上，赖英照书，第 570 页。

(74) 同上，第 567 页。



人就跟听到发令枪一般立刻买卖,而无需顾忌外部投资者是否反应得过来。换言之,我国法推定市场可以迅速消化被公开了的重大信息,内部人在信息公开后下一分钟进行的交易就不再是内幕交易。不过,即便是我国台湾地区法律,也只要求内幕信息人在信息公开后戒绝交易 18 小时(2006 至 2010 年间的立法为 12 小时),即推定 18 小时后,信息即能充分传遍市场。⁽⁷⁵⁾

但 10 个交易日并不是一个很长的期间,其意旨和美国《证券交易法》把更正信息发布日起 90 日交易均价之差作为参照有所不同。美国法之所以规定了如此长的股价恢复期,一个重要考虑是崩盘理论(crash theory),即利空消息宣布后,常引起市场过度反应和恐慌性卖盘,股价短期跌幅会超过理性反应应有的限度,而使被告承担过大的责任、使原告获得超额赔偿。90 日则足以让股价回归正常。⁽⁷⁶⁾《草案》没有考虑崩盘理论,也不无道理,因为漫漫 90 个长日中,可能会有其他不相干或偶然因素出现而影响正常交易价出现,并导致此上限过高或过低。

总之,十日均价试图指代的是内幕信息被公开或操纵市场行为被确认后的市场合理价格。

(二) 十日均价标准会对真实价格形成产生负面激励

但是,一律适用十日标准来判定投资者损失,而不考察其实际损失,会产生负面激励。因为在单个投资者的卖出行为对市场价格影响微弱时,这一标准实际上赋予了投资者一个固定的损害赔偿值,即已经客观发生的本人买卖价和市场集体决定的十日平均交易价之差。这将令投资者产生机会主义动机,而损害市场效率。

具言之,利空性重大信息一经公开,一般股价在短期内会急速下跌到其应有的低点再受其他因素左右而起伏。反之亦然。既然我国的立法未采纳崩盘理论,那这个过程越迅速,越能体现市场的有效性,也越能及早还原真实的证券价格。

但在按十日交易平均价赔偿的标准下,在发现自己可能是内幕交易的受害者后,理性的买入者(卖出者反之同理可推)会意识到自己无论何时卖出,赔偿金额都不会有明显区别,故而他们将无视信息面的变化选择继续持有证券。因为自己的买入价是既定的,在自身不能对市场交易价格有显著影响时,“信息公开后十个交易日平均价格”是一个外部客观值。所以,理性投资者在具有就此固定值求偿的权利之余,可继续持有证券期待在证券价格回升后再卖出获利。

十日标准的“一刀切”做法大约是想减免投资者的纠正性交易行为由于未曾遭遇好时点而遭受的损失。但个体的获益可能会带来公益的受损。即便只是部分投资者的集体自利行为也会影响内幕信息公开后真实交易价格形成。即便其他投资者的交易行为仍然在总体上令证券价格趋向真实,也会产生部分投资者对另一部分投资者的隐性剥削。

美国学者伊斯特布鲁克和费舍曾论述了在证券交易中过度强调民事责任会使之成为一种投资“保险”。交易者将不再抵触内幕交易,而是寻找借之牟利的机会。⁽⁷⁷⁾本文此处可谓提供了一个例证。

此外需要强调的是,2003 年最高人民法院《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》(下称《赔偿规定》)早已确立了动态计算损失的典范,这一成功司法经验完

(75) 中国证监会做出内幕交易处罚时,有时会以信息公开后第二个交易日收盘价作为计算违法所得或规避损失的基准,如 2014 年公布的丁国军等案。

(76) 参见〔美〕路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 459 页。

(77) 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 291 页。

全可以被内幕交易民事责任范围的确定提供参照。

《赔偿规定》确立的民事责任范围标准主要有两条：第31条“投资人在基准日及以前卖出证券的，其投资差额损失，以买入证券平均价格与实际卖出证券平均价格之差，乘以投资人所持证券数量计算”。第32条“投资人在基准日之后卖出或者仍持有证券的，其投资差额损失，以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间，每个交易日收盘价的平均价格之差，乘以投资人所持证券数量计算”。⁽⁷⁸⁾

在《赔偿规定》调整的诱多型虚假陈述情形中，揭露日或更正日起，如无其他强有力因素影响，股价应该是一路向下的。所以一般来说，自揭露日或更正日起，投资者手中的证券晚卖不如早卖。即便是在波浪式下跌的市场环境中，如果投资者对自己的判断有信心，则也会认为自己选择的卖出时点所产生的损失，将少于根据基准日价格算出的赔偿金。这时候选择主动卖出，既能加速资金回笼，又能降低日后由于种种原因（如违法行为人无力赔偿、司法疲软等）而未必能获得的赔偿金。简言之，若拖着不卖，虽然损失越大、可以获赔越多，但这明显是无利可图的。

《赔偿规定》下的基准日标准主要是为长期持有的投资者服务的，既然他们暂时无意出售，也就谈不上实际交易损失，则按“本来可以卖出时所产生的损失”之平均值来赔偿，比较持中。

总之，十日标准和《赔偿规定》的不同在于：根本不考虑投资者在实际交易中产生的损失大小。而既然获赔一样的价格，投资者就无心做纠正性交易，而会选择投机，从而在整体上影响市场真实价格的回归。第四部分所引我国台湾地区“证券交易法”现行第157-1条也有此缺陷。

六、到达赔偿上限后的投资者内部再分配难题

与证券虚假陈述赔偿责任的无上限不同，学理和立法均认为内幕交易民事责任有上限。值得提及的是，2014年5月全国人大财政经济委员会《证券法修订草案征求意见稿》曾规定：如果单个投资者可获赔额超过违法所得额的三倍的，将在这个三倍限额内与所有投资者按比例受偿。2015《草案》中删去了此等规定。不过，2016年初我国第一例已生效的判决内幕交易民事责任成立的案件即光大证券公司案中，一审判决明确注意到了“赔偿责任限额”对内幕交易人的影响问题（二审维持原判）。⁽⁷⁹⁾

如前所述，控制违法行为人的赔偿责任总额，可避免过分偏离民事责任制度填补损害本意。但按比例分配很难操作。我国证券民事诉讼制度尚处于高度的不确定状态，包括《民事诉讼法》下人数不确定的共同诉讼能否落实都不得而知，⁽⁸⁰⁾故操作疑难甚多。例如，“所有投资者”指

(78) 因此，若投资者在基准日前卖出证券的时点特别不利，损失超出所有受害投资者的平均水平，仍然可就实际损失全部获赔。《赔偿规定》的赔偿力度、对虚假陈述人的惩罚性强于美国法。

(79) 参见前注〔35〕，缪因知文，第245页。而据光大证券公司2017年3月底披露的2016年年报，投资者对光大证券提起的民事诉讼达502宗，涉诉总金额为人民币6873万元。截至2016年底，94.6%的案件已经结案，公司赔偿4040万元。这个数字远小于证监会认定的光大证券内幕交易违法所得8721万元。

(80) 参见缪因知“证券诉讼在中国：适用前景与改进方略”，《北方法学》2012年第1期，第113～114页。



的是当前同一诉讼判决中的所有受损投资者，还是可预见的所有诉讼判决中的受损投资者（如此，则可能涉及在执行前等待其他相关案件的判决生效），还是绝对意义上的所有投资者？相比之下，我国台湾地区的内幕交易民事责任没有设置上限，而且操作上可以借助证券投资人及期货交易者保护中心较便利地提起共同诉讼，胜诉获赔的案件仍然屈指可数。^{〔81〕}

从文义解释和“赔偿金有三倍上限”的立法精神考察，最后一种情形似乎最为符合立法本意，但也最难操作。理论上讲只要诉讼时效没有届满（甚至已经启动的审判监督申请再审程序没有终结），任何未来被新判决确认资格的投资者都有权要求对已有的、总量限定的“果实”重新分配。进一步言之，在诉讼时效届满后，由于受损投资者的实体求偿权利不会消失，被告与其他投资者达成自愿赔偿协议的，也能向之前已经获赔的投资者要求进行赔偿金再分配。这会带来极大的不稳定性。

对此，可行的解决之道是：首先，对个体投资者的损失计算标准持保守态度，但对作为民事责任上限的违法所得的计算标准持宽松态度。如在多重时日可选时，对个体投资者的损失选择计算结果较小的（且不低于实际损失），对违法所得选择计算结果较大的，从而使支持赔偿的个别判决额维持在较低的水平，尽量避免累计赔偿额突破赔偿额上限。可参照的是：新加坡《证券期货法》，第 236 条规定个别投资者在违法者的所得或避损额内可获赔的比例和自身损失额孰低者为实际赔偿额。

其次，在针对同一被告的判决赔偿额已经到达违法所得一倍或三倍之法定上限后，停止受理、审理相关案件，而由法院告知投资者向其他已经获偿的投资者提起要求重新分配的诉讼。在任何投资者起诉前，法院就应当告知投资者即便赔偿金获得判决与执行，也可能在日后遭遇其他投资者要求重新分配的风险。

这样的安排自然可能增加投资者的讼累，降低投资者的起诉积极性，但这样的处理是合适的，也符合本文的政策立论，即限制内幕交易民事诉讼。冯果和李安安曾提出要建立遏制内幕交易滥诉的有效制度，^{〔82〕} 本文这样的安排也能够减少对违法所得较少、危害性较弱的行为的滥诉，降低投资者本身的道德风险。同时，这种为了平衡内幕交易人和所有相关其他投资者之利益而“不得不为之”的制度安排也提醒了我们反思内幕交易民事责任制度的功能有限性。

七、结语：内幕交易民事责任并非投资者保护的必要条件，其功能限度应被正视

本文详细阐释了内幕交易民事责任在法律适用各环节所具有的疑难。其止步不前的现状，具有一定的内在合理性。在立法上激进推动内幕交易民事责任立法的细化，既不符合国际立法的现状和潮流，也不见得能更好地保护我国的证券投资者。

（一）强化细化内幕交易民事责任制度并非国际立法主流

美国是最先开始打击内幕交易、最先对内幕交易规定民事责任的国家。但美国联邦最高法院在 1997 年 *O'Hagan* 内幕交易刑事公诉案^{〔83〕} 后已经不再将投资者损失作为禁止内幕交易的主

〔81〕 参见邢会强《证券欺诈规制的实证研究》，中国法制出版社 2016 年版，第 116～119 页。

〔82〕 参见前注〔6〕，冯果、李安安文，第 98 页（主张令原告提交保证金）。

〔83〕 See *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

要理由，而重点关注内幕交易对公众信心、市场效率、流动性等可能造成的社会性外部成本。美国学界的主流认识是：内幕交易主要弊端是损害了市场整体公平而非戕害特定个别人，故法律责任制度的目的应在于维护市场和整体投资者的利益，而非为个别投资者谋求赔偿金。⁽⁸⁴⁾推崇内幕交易民事责任制度的比较法学者也批评美国虽然有集团诉讼等强大的实现民事责任的制度，赔偿效率低仍然是最大的问题。⁽⁸⁵⁾

这对其他国家的立法司法也产生了深刻影响。即使是通过立法明确赋予同时反向交易者对内幕交易者的民事索赔权的国家，也普遍要求提起民事诉讼的投资者承担对应赔偿损失的举证责任；并把民事责任上限设置为不得超过违法所得或根据公式计算的结果；对个别投资者损失则结合不同合理市场价格标准予以灵活认定，且不超过实际损失。

而就对受损投资者的直接救济而言，多国(地区)已经开始探索于有效的证券公共执法的基础上，通过专项基金的分配来弥补投资者损失。如美国2002年萨班斯法308(a)节[15 U.S.C. § 7246(a)]设立了公平基金条款，该基金有权酌情不均等地在受欺诈投资者之间分配被吐出的违法所得和民事罚款(在此之前，SEC会分配吐出所得，但罚款会上交国库)。英国《金融服务与市场法》第383节授权法院指令市场滥用行为的获利方向有权部门缴付非法利润，再由有权部门分配给相应的受损者。香港也有着丰富的向投资者进行返还(restoration)的制度和实践，香港证监会根据《证券及期货条例》(SFO)的授权，直接通过民事程序(civil proceeding)向高等法院原讼法庭(the Court of First Instance)就虚假陈述、内幕交易、操纵市场等欺诈行为寻求冻结令、返还令等，与内幕交易者发生交易的投资者可以就实际买卖价和证券真实价值(由法院根据内幕信息和专家意见予以估算)之差直接获得返还，避免了证券民事诉讼的艰难和讼累。⁽⁸⁶⁾较著名的例子有2015年分配完结的杜军内幕交易案⁽⁸⁷⁾、2016年分配完结的老虎基金内幕交易案。⁽⁸⁸⁾这都相对降低了民事责任制度的必需性和效用。事实上2003年《证券及期货条例》规定内幕交易民事责任后，香港从此类民事诉讼。⁽⁸⁹⁾

(二) 强化细化内幕交易民事责任制度并不符合我国法制发展现实

我国证券市场法制在过去二十年中有了长足发展，自2005年《证券法》修订原则性确认内幕交易民事责任制度后，相关立法司法实践进展缓慢，重要原因既包括其理论上的正当性不足，也在于其不契合我国现实的证券制度。单纯提倡实施内幕交易民事责任制度缺乏价值，反而会

(84) See Robert Thompson, Insider Trading, Investor Harm and Executive Compensation, *Case Western Reserve Law Review*, 50 (1999), pp. 299 ~ 300. Niamh Moloney, *SEC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002, p. 770. Thomas Lee Hazen, *Treaties on the Law of Securities Regulation*, 6th ed., West Publishing, 2009, p. 357. 前注〔76〕, (美) 路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼书, 第673页。

(85) 参见前注〔81〕, 邢会强书, 第127~128页。

(86) 参见章武生等“香港证监会代表投资者索赔诉讼案例分析与借鉴”, 《华东政法大学学报》2016年第4期, 第188~189页。

(87) See SFC Recovers \$23 million for investors from restoration orders against insider dealer Du Jun (18 Aug 2015), <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR85>, 最后访问时间: 2017年11月20日(香港证监会在声明中还强调返还令不是赔偿令)。

(88) See Administrators complete distribution of restoration payments to investors affected by Tiger Asia's insider dealing (19 May 2016), <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/enforcement-news/doc?refNo=16PR46>, 最后访问时间: 2017年11月20日。

(89) 参见前注〔81〕, 邢会强书, 第123页。



误导投资者。

值得注意的是,如第三(一)部分所提及,我国支持内幕交易民事责任的主要学者亦在操作层要求大力限制赔偿范围,如主张仅赔偿内幕交易人的实际反向交易人,且赔偿额不超过内幕交易人违法所得;其中,曾洋则更进一步主张仅赔偿实际交易相对人的损失的一半。^[90]这意味着实际赔偿范围极窄,民事责任制度形同虚设,因为很可能不会有交易者有激励提出民事诉讼。此外,在确立证券行政罚款/刑事罚金暂缓入库和回拨制度前,证券民事责任缺乏现实性。^[91]

反欺诈法律制度的主旨是实现对此类行为的遏制。具有赔偿功能的民事责任制度只是实现这一法律目标的手段之一。民事诉讼只是证券法律实施的机制之一,并不在每个场域都是最合适的。^[92]内幕交易主要是对市场 and 投资者整体的侵害,对其遏制更宜通过多种公法手段来推进,如加大行政和刑事责任追究力度、以行政追缴和分配、行政和解补偿金等手段来代替对投资者的民事赔偿。^[93]

而且,由于内幕交易本身的复杂性,即便是专业执法机关也没有尽然妥当地处理了相关案件。^[94]在此情况下,贸然激进地令内幕交易的民事责任制度得到“跨越式发展”,未必真有利于市场成熟和投资者保护,也会如赵旭东教授所言,助长不良的滥讼行为和“民粹倾向”,^[95]破坏市场中应有的买者自负,^[96]增强市场风险和道德风险。

即便一定要推进内幕交易的民事责任立法,那相关的技术准备工作也仍然有很多要做,不宜盲动。古人云,知易行难,欲速不达。囿于《证券法》的篇幅,法律文本显然无法充分吸收相关理论成果以合理区别应对实践中的诸多情形。故立法者应慎重对此做出规定,把专业技术性疑难留待日后在司法者中结合多种因素逐步解决,在进一步总结经验后,通过司法解释详加规定。^[97]

[责任编辑:高丝敏]

[90] 参见前注〔5〕,曾洋文,第122、130页。

[91] 参见陈洁“证券民事赔偿责任优先原则的实现机制”,《证券市场导报》2017年6月号,第55页。

[92] 对民事诉讼、政府监管、交易监管等不同证券法律实施机制交互作用的更多分析,参见缪因知《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版。

[93] 参见彭冰“建立补偿投资者的证券行政责任机制:针对内幕交易和操纵市场行为”,《中外法学》2004年第5期(立论基础正在于内幕交易民事责任机制的不足),第571~583页。

[94] 一些批评可参见彭冰“内幕交易行政处罚案例初步研究”,《证券法苑》(第三卷上),法律出版社2010年版,第184~191页;陈洁、曾洋“对‘8·16光大事件’内幕交易定性之质疑”,《法学评论》2014年第1期,第184~191页;缪因知“光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑”,《法学》2014年第1期,第10~19页;吕成龙“谁在偷偷地看牌——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨”,《清华法学》2017年第4期,第157~176页;周天舒“证监会对内幕信息传递人的选择性执法研究——以2011年至2015年内幕交易案件为样本”,《北方法学》2017年第5期,第40~52页。

[95] 前注〔7〕,赵旭东文,第22页。

[96] 参见徐明、卢文道“证券交易‘买者自负’原则的司法适用及法制化初探”,《证券法苑》(第四卷)2011年,第216页。

[97] 类似主张对内幕交易受害人损失的赔偿和惩罚性赔偿都交由法官结合多种因素裁量的论述,参见前注〔55〕,马新彦文,第124~125页。