

内幕交易民事责任的 价值平衡与规则互补

——以美国为研究范本

赵旭东^{*}

摘 要: 内幕交易的民事赔偿责任不同于普通的侵权责任。如何应对内幕交易的民事诉讼、是否应对该类诉讼进行适当限制是各国制度建构所面对的共同问题,在此方面,美国的经验具有重要的借鉴意义。在内幕交易民事责任的追究中,存在着远非单一的多元价值,补偿投资者利益只是要实现的若干目标之一。制度构建的重要任务是要对相互冲突的价值目标进行恰当的协调和平衡,其中包括:威慑、监控内幕交易行为、保护投资者信心与防止滥诉、保护公司利益之间的平衡;补偿投资者损失与防止民事责任成为投资者保险之间的平衡;保护受害者诉讼权利与抑制过度诉讼之间的平衡等。同时,为实现法律的目标,内幕交易民事赔偿的各种法律规则之间需要功能的互补和相互的配合,包括刑事、行政、民事责任的互补配合,程序法和实体法的互补配合等。

关键词: 内幕交易 民事责任 制度构建 价值平衡 规则互补

内幕交易是与证券市场相伴而生的一种现象,它与证券市场几乎具有同样悠久的历史。对于内幕交易人们爱恨交加,既希望自己侥幸成为内幕交易的获利者,又憎恶别人借助内幕交易大获其利。在理论上对于应否禁止内幕交易,也长期存在着争议。赞同内幕交易的观点认为,内幕交易可以缓和骤然的消息披露给证券市场带来的冲击,稳定证券市场,可以给公司经营者提供合理的激励,因而,对于内幕交易应否限制,进行多大程度的限制,应由当事人通过合同来自由约定。反对内幕交易的观点认为,基于不当获利的巨大诱惑,在公司内部,内幕消息知情人可能延迟甚至阻碍信息的上达,不利于公司作出正确的商业决策,在公司外部,内幕消息知情人可能延宕与公司相关的重大消息的披露,影响市场有效地调节资本流向优质的公司。同时,内幕消息知情人内幕消息的获得是基于其相对于其他投资人所处的一种优势地位,而非其自身的投资能力,这种非基于个人能力的输赢既定的投资格局,将极大损伤投资者对证券市场的信心,降低投资者对证券的需求,增加新的证券出售的成本,因而,对于内幕交易应当立法禁止。虽然理论上的争论仍在持续,但是,实践中对于内幕交易应当采取禁止的态度已经成为既成的事实。为了挽救崩溃的股市,挽回投资者的信心,美国 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》开始使“内幕交易是投资制胜的惟一法宝”这一华尔街格言走进历史。为了加强对内幕交易的查禁,增强投资者信心,美国 1984 年《内幕交易制裁法》、1988 年《内幕交易和证券欺诈执行法》又接连重拳出击,对于内幕交易的处罚不断加重。至此,严厉打击内幕交易行为,维护投资者对于证券市场的信心已经成为美国反内幕交易立法根深蒂固的理念。在这一理念的指导之下,美

^{*} 中国政法大学民商经济法学院教授,法学博士。

国的立法和司法实践根据现实的需要不断地进行更新、调适,以充分发挥证券市场的优势,抑制其弊端,为经济的发展和繁荣保驾护航提供助力。时至今日,美国的内幕交易立法已经成为各国的范本,各国纷纷参照其立法制定本国的内幕交易法律体系。我国作为后起的发展资本市场国家,在资本市场的发展过程中也借鉴了美国立法和司法实践的经验。当前我国《证券法》第76条规定,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。但是,该条规定过于原则,缺乏应有的可操作性,无法满足实践中有效救济受害投资者的需求。因而,近年来法律工作者不断呼吁最高司法机关应借鉴域外经验,尽快出台司法解释,增强该条的可操作性,促进证券市场的良性发展。更有激进者提出,为了加强对内幕交易的打击力度,我国应当尽量降低投资者诉讼的门槛,对内幕交易人施加惩罚性赔偿。这些建议虽然反映了我国亟需完善内幕交易民事赔偿制度的现实,从表面上看,也顺应了加强打击内幕交易的世界立法趋势,但是,这些建议也不免带有简单化和情绪化的倾向,它们是否真正符合内幕交易民事赔偿的立法价值却值得冷静的思考与理性的分析。

需要指出的是,对于国外经验的借鉴不能仅仅停留在对国外立法原文的复制上,而是要认真检索国外立法所面对的具体问题,梳理面对这些问题他们所采取的法律对策,领悟这些制度中所体现的法律理念,并把握这些具体的制度在实践中的运行机理和实际效果,只有如此,才能从功能的视角洞悉外国法律制度的形与神,把握法律移植的主动性,进而针对中国的现实问题进行恰当的立法取舍,制定出具有本国特色形神兼备的立法,而不致于出现立法虚置或者立法达不到预期目的的现象。因而,准确地认识内幕交易民事赔偿制度在域外内幕交易法律体系中的功能定位,并领悟其本身所承载的价值考量,以及为了实现立法目的,法律所采取的具体做法,便具有了突出重要的意义。鉴于美国是内幕交易法律制度最为完善的国家,本文就主要以美国法为范本进行分析。

一、内幕交易民事赔偿制度的功能定位

美国的立法和司法实践发展证明,构建公平的证券市场秩序、维护投资者对证券市场信心的证券法理念在现实中占据了优势。依据这一理念,对内幕交易进行查禁的根本动因在于,内幕交易对证券市场整体的信心带来了损害,损害了整个资本市场的利益,而不仅仅在于内幕交易给特定投资者个体带来了损失。例如,美国学者在谈到证券监管立法中公平理念时指出:“这一市场诚信理论代表着州与联邦证券欺诈法的关键分析性差别。州法的重点放在证券购买者与出售者之间的直接关系,联邦法还涉及个别证券欺诈行为有可能对整体投资者信心的一般影响。……内幕交易有可能普遍降低投资者对证券市场的信心,减少投资者对证券的需求,增加新证券的出售成本。市场诚信理论正是研究这些类型的经济效应。从这一理论的观点来看,禁止‘内幕交易’的重要原因是其阻止了普遍经济损失,而不是因为它可以弥补个人投资者可识别的损失。”⁽¹⁾在公开证券市场的内幕交易中,交易是通过经纪商采用时间优先、价格优先的方式促成的,交易主体众多、换手率高、专业性和技术性强,而且证券价格敏感度高,价格的形成原因复杂,很难将内幕交易与市场的系统性风险等其他造成市场波动的因素相分离,这就导致依据传统的侵权法规则很难找到与内幕交易人——对应的交易受害者,也很

(1) [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673页。

难确定内幕交易行为给特定受害人带来了传统侵权法之下的损害,内幕交易的民事赔偿难以从传统侵权法中找到落实的途径。那么,是否就意味着意在保护市场整体秩序的证券立法只能也只需要通过旨在保护公共利益的刑事、行政手段来实施?

美国的立法和司法实践对此作出了否定的答复。因为在内幕交易的法律体系中,民事赔偿具有不可或缺的功能。首先,内幕交易民事赔偿制度具有刑事责任与行政责任所不具备的特殊功能。刑事责任主要采用刑事罚金等财产责任与自由刑等人身责任的形式,旨在剥夺行为人再犯的条件,重在威慑性质的制裁与预防。行政责任主要采取责令改正、禁止令诉讼、没收违法所得、民事罚款等责任形式,旨在制止不法行为,防止再犯,重在制止与抑制作用的发挥。而民事责任则主要采取民事赔偿的财产责任形式,除了具有通过剥夺违法行为人非法所得抑制其违法动机的作用之外,还具有填补受害人损害,修复违法行为人与受害人之间关系的功能。可见,刑事责任、行政责任、民事赔偿在打击内幕交易上,采用的手段各不相同,打击的侧重点、发挥的防范功能也各不相同,只有各种措施有机结合才能形成一个严密的体系,实现证券立法威慑内幕交易的目的。在其中,只有民事赔偿制度在打击内幕交易的同时,顾及到了对于受损的当事人关系的修复,其功能因而不可或缺。正因如此,有人曾指出“投资大众所关心的是能否获得利润,亦即从经济的观点着眼;追究违法者的刑事责任,对受害者而言并无所增益。”⁽²⁾其次,在美国打击内幕交易的整体策略中民事赔偿的作用不可或缺。内幕交易具有隐蔽性、复杂性等特点,查证极其困难。因而,在内幕交易法律制度的设置和实施上,美国法体现出很强的策略性打击的特点。例如,在制度设计上,设置有从行政上的温和的 SEC 非正式调查程序到刑法上的最高为 20 年监禁的层层递进不断加重的处置措施,并赋予相关机关如 SEC 等在具体实施上的裁量权。在实施上,执法机关则从最轻微的做法开始,一旦行为人不合作则触发更严重的处置措施的采用,并在最终处罚的决定上考虑进当事人是否合作的因素,以更严厉的措施或处罚相威胁,促使行为人主动合作,强化对内幕交易行为的查禁。美国内幕交易查禁中,SEC 和解制度的采用以及刑事追诉中辩诉交易的实施就是这类思想最集中的体现。有研究指出“SEC 有 50% 以上的案件在进入正式的民事诉讼或行政仲裁程序前被和解,此外还有大量的案件在诉讼、仲裁进行中和解(例如在某些动议提出或证据发现程序进行后)。实际上,SEC 调查的案件中,最终走完民事诉讼或行政仲裁的只有大约 10%。”⁽³⁾每年被 SEC 调查的内幕交易案件,99% 的行为人会选择在被调查时采取合作,接受行政制裁,只有 1% 的涉及多次实施或者数额巨大的案件才最终进入刑事程序。同时,由于人力、物力资源所限,行政和刑事执法机关也只能选择对市场震动较大的大案要案进行集中重点打击。这些因素共同促成了刑事、行政查禁出现力度减弱和存在打击空档的局面,这就需要另外的措施来弥补这些不足。民事赔偿是最恰当的选择。它可以通过剥夺内幕交易者的不当获益,从根本上抑制其违规的动力。它可以通过施加巨额的内幕交易赔偿责任对行为人形成一种强大的外在压力,威慑潜在的内幕交易行为。它可以通过整个市场的广泛和持续的监督,减少实施内幕交易行为的机会,增加发现内幕交易行为的风险,降低内幕交易的发生几率。借助于它可以起到增强打击内幕交易的力度与扩大

(2) Edward N. Gadsby, *Federal Securities Exchange Act of 1934* § 5.03 (Matthew Bender 1982). 转引自薛峰“证券法上的民事责任研究”,中国人民大学 2000 届博士论文,第 30 页。

(3) 北京大学法学院金融法研究中心课题组“证券执法体制国际比较研究”,载《期货日报》2006 年第 7 期。

打击内幕交易的范围的作用。美国 SEC 认为私人诉讼是辅助其执法的一项利器。美国法院也认同内幕交易私人诉讼是对 SEC 证券执法的有力补充。最后,内幕交易民事赔偿制度可以避免公共执法的弊端。由于执法部门与执法对象之间具有千丝万缕的联系,执法者考虑到日后在执法对象内就业的可能与好处,可能会对执法对象网开一面,在证券执法过程中这一现象尤为突出。同时,公共执法部门在执法中如果遭遇败诉或者失败还会有损自己的形象与权威。这些因素共同促使,公共执法部门在执法中存在着相机而动甚至不作为现象。这就使证券执法效果大打折扣,不利于证券立法目的的实现。而内幕交易私人民事诉讼却无此类的弊端,反而有助于弥补公共执法带来的不足。可见,为了实现打击内幕交易、维护证券市场投资者信心的立法目的,需要内幕交易民事赔偿制度功能的充分发挥。

为了充分发挥内幕交易民事赔偿制度的功能,美国司法机关借助于 SEC 依据 1934 年《证券交易法》第 10b-5 条制定的 SEC 10b-5 规则^{〔4〕}通过一系列典型判例确立了“公开或戒绝交易”规则,支持了投资者对内幕交易行为人提起的民事赔偿诉讼,并确定了应当承担“公开或者戒绝交易”义务的主体范围。美国国会通过 1988 年《内幕交易与证券欺诈执行法》在 1934 年《证券交易法》中增加第 20A 节,将诉权明示地授予与被告同时进行反向交易的投资者,解决了原告确定问题。美国法院又通过 Basic, Inc. v. Levinson 等案件借助欺诈市场理论确立了内幕交易民事赔偿案件中交易因果关系的推定规则。在损害范围上,美国国会通过 1995 年《私人证券诉讼改革法》在 1934 年《证券交易法》中增订第 21D(e) 根据该规定原告的求偿金额以“其购买或出售的价格”与“更正不实消息之日起 90 日该证券平均收盘价格”之间的差额为上限,如果原告于消息更正后不满 90 日的期间内卖出证券,赔偿金额上限为“卖出价格”与“消息更正日起至卖出日止的平均收盘价格”的差额。此外,在对被告故意的证明上,司法实践也采取了一些利于原告诉讼的措施。通过这一系列制定法上的特殊规定和司法实践中的便利措施,立法和司法实践突破了传统侵权法的束缚,为投资者提起内幕交易民事赔偿打开了方便之门。

然而,作为潜在的原告投资者群体自身,却仍存在着一些阻碍内幕交易民事赔偿功能发挥的因素。这些因素包括,受害者人数众多、分布广泛,缺乏统一行动的能力;受害者总体损失数额巨大而单个投资者却损失数额不大,单个投资者提起诉讼浪费时间、金钱、精力,成本巨大,得不偿失,因而缺乏诉讼的动力;投资者缺乏相应的专业知识,缺乏必要的信息获取能力以及经济实力。这些因素的存在使立法和司法即使为投资者提起诉讼创造了充分的实体法上的条件,投资者仍会怠于诉讼。而这将阻碍对于打击内幕交易、维护投资者信心不可或缺的内幕交易民事赔偿制度功能的发挥。为此美国在内幕交易民事赔偿诉讼上又采用了集团诉讼制度。在集团诉讼中,证券律师会采用风险代理制度,为当事人垫付诉讼费用,胜诉后再收费。只需首席原告参与诉讼,胜诉后投资者按比例分得赔偿金。从而,解决了当事人诉讼不经济的问题。巨额律师费的诱惑,使证券律师认真关注公司交易情况,积极鼓动当事人提起诉讼,从而弥补了当事人诉讼动力不足、知识和信息欠缺的问题。在这一制度的作用之下内幕交易民事赔偿制度的威慑功能得到了充分的发挥。有学者曾撰文指出“由于胜诉费很高,美国有一些律所专门投身于证券集体诉讼,每天、每时去跟踪各上市公司的财务报告与新闻发布,

〔4〕 美国证监会依据 1934 年《证券交易法》第 10b 条授权于 1942 年制定的具体规则。

……这种跟踪的目的是为了赚钱,但其社会效益却是规范了证券市场的运作,保护了中小股东。”⁽⁵⁾ 美国证监会也认为“这种诉讼是帮助政府管理机构执行禁止‘内幕交易’任务的有效手段。”⁽⁶⁾

由上可见,虽然禁止内幕交易的重要原因是其阻止了普遍的经济损失,而不是因为它可以弥补个人投资者可识别的损失,但是基于威慑内幕交易的现实需要,在威慑内幕交易中仍需发挥内幕交易民事赔偿的功能。为了有助于发挥其功能,立法和司法打破了传统的侵权法束缚,为其提供了充分的制度便利,并在诉讼程序上为其配备了必要的集团诉讼制度。

二、内幕交易民事赔偿制度中的价值平衡

如前所述,为了实现严厉打击内幕交易、创造诚信的证券市场、维护投资者对市场信心的证券法立法目的,立法和司法实践承认了内幕交易民事赔偿制度在打击内幕交易中的作用,并通过立法和司法实践为内幕交易民事赔偿功能的充分发挥提供实体法和程序法上的便利。那么,是否意味着,为了实现打击内幕交易、维护投资者信心的立法目的,在内幕交易民事赔偿制度的设计构建和实施上应当尽一切可能加强对行为人的打击力度,同时在各个方面都加强对受害人的倾斜保护?

经验的分析表明,在美国,内幕交易的民事赔偿制度服务于构建一个诚信的证券市场这一立法目的。在这一目的指导之下,结合证券市场发展的现实需要,它不仅要做到与刑事、行政手段在功能上的配合,还要做到在关乎市场健康发展的各种价值之间的恰当平衡。在此,它的辅助构建诚信证券市场的功能性指向极为突出。在这一功能性指向的指导之下,在传统侵权法的基础上,立法和司法对传统侵权法进行着小心翼翼的修正。因而,它已不再完全等同于传统的侵权法,不能再简单地从传统侵权法的功能和价值取向的角度来分析内幕交易民事赔偿所应当具有的功能和价值考量,进行制度的构建和设计,而应当从服务于构建一个诚信的证券市场这一目标,来分析内幕交易民事赔偿制度所具有的功能及其价值考量,进而进行制度的构建和完善。在这一目标指导之下,内幕交易民事赔偿制度通常需要做到以下价值之间的平衡:

(一) 威慑、监控内幕交易行为、保护投资者信心与防止滥诉、保护公司利益之间的平衡

证券市场是信心市场,投资者的信心在一定程度上决定了市场的存续,虽然市场监管者不应确保投资者在证券市场中平等获利,但是为所有的投资者营造一个获利的公平机会,仍是维系投资者的信心所必须。这也是所有存在证券市场国家的共识。内幕交易行为的存在,使个别投资者可以利用其特殊便利,通过获得信息的时间差来获利避损,扭曲了证券市场的竞争机制,背离了证券市场投资者机会均等、根据投资能力去获利的基本设计。这无疑会严重损害作为证券市场投资主力的非内幕消息知情者的利益,进而会伤及投资者信心以及整个市场的长远利益。日本利库路特丑闻引发的资本外流就是有力的佐证。因而,威慑内幕交易行为、形成对内幕交易的有效监控、进而维护投资者信心便成为了各国立法的必然选择。这也是美国法官念念不忘的信条。在讨论依赖问题和欺诈市场理论的 *Basic, Inc. v. Levinson* 案中,Blackmun 法官指出,“……本案中所使用的依赖假设,与国会《1934 年

(5) 郭峰主编《证券法律评论》,法律出版社 2002 年版,第 277 页。

(6) 顾肖荣、杜文俊“也谈证券犯罪的民事赔偿——以美国内幕交易为例”,载《政治与法律》2002 年第 1 期。

法》中体现的政策保持一致,且通过促进 10b-5 规则诉讼,对该政策提供支持。在起草该法时,国会明示依赖的前提是证券市场受信息影响,通过该法的目的是促进投资者对这些市场诚信(完整性)的依赖……。”⁽⁷⁾如前所述内幕交易民事赔偿制度确实也具有这样的功能。在实践中它也不辱使命。

然而,公司的正常运营也是一种不容忽视的价值。对于投资者来说它是长远和根本的利益所在,对于整个国民经济的运行来说它具有举足轻重的地位。因而,立法和司法在借助民事赔偿制度威慑内幕交易、保护投资者信心的同时,也不能忽视过滥的诉讼对公司经营可能带来的风险。过低的起诉标准与巨额的胜诉费用诱惑,使律师操控下的职业原告不断地挑起对公司的诉讼。无论是否与内幕交易有关,股价的每次波动都可能成为他们发难的机会。有时在股价下跌后的几天甚至几小时内,公司就成为了集团诉讼的被告。这使公司不胜其扰,疲于应付,严重妨碍公司正常的经营。对于股价天然易波动的高科技公司而言,更是经常成为被攻击的对象。律师与职业原告深知,公司出于对自身声誉的顾虑以及对巨额诉讼费用和漫长诉讼过程的担忧,即使明知诉讼无根据也会息事宁人和解结案,董事等高级管理人员,出于对将来可能由自身承担巨额的赔偿责任的畏惧,⁽⁸⁾也会选择和解结案。因而,律师与职业原告相勾结,毫无根据便提起诉讼,以换取和解的不义之财。正如 Rehnquist 代表多数意见在一起案件中指出的,“即便依据客观标准在审判中几乎无胜诉可能的诉讼请求对原告也有和解价值,只要原告能够阻止诉讼以对其不利的方式驳回或作出简易判决,该和解价值就会远超过其在审判中胜诉本身的价值。诉讼的进行本身可以挫败或拖延被告与诉讼完全无关的正常业务活动……。”⁽⁹⁾“10b-5 规则多少已沦为原告以起诉相威胁来谋求非法利益的一种工具,这是很危险的。”⁽¹⁰⁾这就使公司背负上沉重的经济负担,而这些负担最终还是要由公司股东,即广大投资者来承担。敲诈性的责任风险的加大,也使公司经营者向公司寻求更多的责任保险,进一步增加公司的运营成本。此外,这甚至也会对董事高管等的薪酬和择业造成一定的影响,不利于公司的健康发展。正如有学者所言,“过滥的诉讼严重扰乱了公司的正常经营,也影响了当事人才能的发挥,仅此一点就值得在原告资格方面设置必要的限制。”⁽¹¹⁾

由此就提出了,在构建和实施内幕交易民事赔偿制度的过程中,怎样实现威慑、监督内幕交易行为、维系投资者信心与防止滥诉、保护公司利益这两者之间的协调和平衡问题。为了应对这一问题,美国法院一改过去对“10b-5 规则”进行宽泛解释的做法。“自 1975 年起,联邦最高法院的态度突然发生了逆转,明显加强了对 10b-5 规则项下民事诉讼的控制,并在规则的解释和原告资格及诉权等方面设置了一些新的限制。”⁽¹²⁾具体的限制如要求“原告必须从事过证券交易”,“被告的欺诈必须与证券买卖有关”,“被告在 10b-5 规则项下必须具有欺诈的恶意”等。同时,大部分判例都要求依据 10b-5 规则提起诉讼的原告需要证明损失的因果关系,即由原告证明被告的侵权行为(如虚假陈述)

(7) 同注 1 引书,第 907 页。

(8) 在和解的情况下,董事等的责任可以由董事保险来支付,但是当董事败诉时,则要由其自己承担责任。

(9) 同注 1 引书,第 747 页。

(10) Smiths Williams, *Business Organization: Cases, Problems and Case Studies* 914 (2d ed., Aspen Publishers 2008)。

(11) 同注 5 引书,第 408 页。

(12) 同注 5 引书,第 405 页。

与原告遭受的损失有直接的因果关系。⁽¹³⁾ 此外,美国还专门通过1995年《证券民事诉讼改革法案》对民事诉讼进行了一系列的限制,例如,其规定“原告有义务证明其索赔的损失是被告违法行为(如虚假陈述)造成的,这种证明不允许任何推定或取消”。

(二) 补偿投资者损失与防止民事责任成为投资者保险之间的平衡

尽管美国法院在 *Elkind* 案的判决中指出:⁽¹⁴⁾ “法院之所以允许原告依据‘戒绝交易或公布消息’说的理论提起民事损害赔偿诉讼,其主要目的在于剥夺被告的不当得利,而不是弥补原告的损失。”⁽¹⁵⁾ 但是,在内幕交易的法律体系中,既然采用了民事责任的形式,那么,民事赔偿制度本身所担负的损害赔偿功能也必然会得到应有的体现。虽然说,在这里它可能从属于威慑内幕交易这一更高的价值目的,它不见得能够为受害的投资者提供充分的损害填补,但是,它毕竟是一种填补损害性质的民事赔偿责任。况且,在证券的内幕交易中,即使特定投资者个体的损害与内幕交易行为之间的因果关系,并不能直观有效地建立,也并不代表着内幕交易行为没有对特定投资者个人造成损害。受害者的损害也需要必要的填补。在美国,受害者可在实际损害的限额内得到赔偿,当然这一赔偿不能超过被告的违法所得或避免的损失。除此之外,投资者还可能获得来自投资者公平基金的补偿。

既然,内幕交易民事赔偿威慑内幕交易是通过剥夺被告非法所得的方式,剥夺的非法所得又主要用来填补原告的损害。那么是否意味着,为了扩大对内幕交易的威慑力度,同时,体现对受害投资者的充分关怀,应当以最大限度的填补原告的损害为原则,甚至可以主张惩罚性赔偿?

需要注意的是,证券市场的投资者毕竟是在进行某种投机的行为,其风险与收益是并存的。其应当为自己的冒险行为买单。不能使加害人的赔偿成为其投资失利的保险。如若如此,不仅对加害人不公,而且也会变相地鼓励证券市场的投机和滥诉,这将不利于证券市场健康发展和维持正常的市场秩序。美国最高法院在 *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo* 案中指出,证券制定法寻求维护公众对市场的信心。为此,制定法适用遏制欺诈诉讼手段。但制定法利用这些诉讼方法,不是就各种市场损失向投资者提供广泛的保险,而是保护其不受错误陈述实际造成的经济损失。⁽¹⁶⁾ 在 *Huddleston v. Herman & MacLean* 一案中,⁽¹⁷⁾ Posner 法官更是传达出“欺诈行为的确应当受到惩罚,但 10b-5 规则并不想让违法者成为国家经济大气候的保险人”思想。⁽¹⁸⁾ 联邦第二巡回法院在审理 *List v. Fashion Park, Inc.* 一案时也指出“施加依赖要求在 10b-5 规则项下的私人诉讼中是合理的,因为该规则的目的,‘是在内幕人和外部人之间确定一种买者自担风险的学说,而不是要建立一种保险制度’。”⁽¹⁹⁾ 因此,

(13) 美国法院基于原告证明损失因果关系的困难,实务中对某些侵权情形下损失因果关系的证明采取了举证责任转换的方式。譬如,当被告的虚假陈述诱发讼争交易时,法院认为原告无需将损失的因果关系视为个别的要件加以证明,而只需证明讼争交易造成原告损失即可。当然,如果被告能够证明原告的损失是由“完全独立的因素(wholly independent factors)”造成的,就无需对原告的损失负赔偿责任。See *Thomas Hazen, The Law of Securities Regulation* 750 (2d ed., West 1990). See also *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). 该案确立了证券侵权赔偿案件的信赖推定原则。

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

(15) 同注6引文,第29-40页。

(16) 同注1引书,第914页。

(17) See *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981), aff'd. on other grounds, 459 U.S. 683 (1983). 该案确立了证券欺诈因果关系的证明标准,为了符合 Rule 10b-5 请求损害赔偿的成立要件,原告不但需要证明交易的因果关系,而且需要证明损害的因果关系,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,将被告的赔偿责任限制在适当的范围内。

(18) 同注5引书,第439页。

(19) 同注1引书,第903页。

如何在补偿受害投资者与防止民事责任成为投资者保险之间作出恰当的平衡也成为内幕交易民事责任制度不得不面对的问题。

对于这一问题,美国立法和司法实践在各个方面都做着细心的平衡。“尽管对于规则 10b-5 诉讼中损害赔偿有各种不同的方法,但是也作了一些少量的归纳总结。首先,这些案件同意在 10b-5 诉讼中不适用惩罚性损害赔偿。”⁽²⁰⁾ 虽然在美国 SEC 可以依据 1984 年《内幕交易制裁法》对违法者处以所得利润或避免损失三倍的民事罚款。⁽²¹⁾ 但是,它是行政罚款的性质,其目的在于惩罚违法者,而不是对原告进行赔偿,也不在于让原告获得额外的收入。我国台湾地区“证券交易法”第 157 条之一虽然首开原告可以请求三倍赔偿的先例,但是这一做法也受到了学者的质疑。“我现行法准许原告三倍受偿,其妥当性值得检讨。”⁽²²⁾ 原告根据 1934 年美国《证券交易法》第 20A 提起诉讼的求偿额会受到限制,不当超过违法行为在交易中所获利润或避免的损失总额。同时,根据 1934 年《证券交易法》第 28(a),原告所获得的赔偿总额不得超过其实际损失的金额。由于,在违法行为发生期间存在许多影响证券价格的因素,这些因素包括市场总体状况或金融状况、整个行业情况或与违法行为无关的发行人问题。对此,法院允许被告进行举证抗辩,一旦被告举证成功,被告的行为与损害之间的因果关系推定将被推翻,被告不再承担责任。为了抵消其他因素的影响,法院在一些 10b-5 规则诉讼案例中,曾采用道·琼斯指数或者标准普尔 500 指数计算出市场整体平均下跌百分比,借此来修正股价损失差额,以限定被告承担责任的范围。为了避免由被告承担市场因素造成的损失,使原告获得超额赔偿,1934 年《证券交易法》第 21D(e) 还将原告的求偿限定在“购买证券的价格(或出售价格)”与“更正不实消息之日起 90 天该证券平均收盘价格”之间的差额。“其理论依据是崩盘理论(crash theory)亦即更正消息宣布后,常引起恐慌性卖压,股价跌幅往往超过不实信息对股价的真正影响;如此以一起跌价格作为赔偿金额的计算基础,无异使被告承担市场因素的损失,与净差额法的原则不符,亦使原告获得超额赔偿;因而以 90 天的期间,让股价回归正常,以消除市场因素的影响。”⁽²³⁾

(三) 保护受害者诉讼权利与抑制过度诉讼之间的平衡

基于内幕交易民事责任具有监督、威慑内幕交易行为的特殊功能,美国的立法和证券监管机构都倾向于支持甚至鼓励受害的投资者提起民事诉讼。但是,普通投资者由于受个人损失数额相对较小、专业技术能力不足、诉讼成本较高、诉讼结果具有不确定性等因素的限制,往往缺乏提起诉讼的动力。为了解决这一问题,美国立法除了尽力解除实体法上的诉讼障碍之外,还引进了集团诉讼制度。在集团诉讼中,胜诉后高额律师费的引诱,使律师除了实时监控上市公司动态之外,还进行风险诉讼。这样既解决了投资者诉讼成本高、专业技术缺乏、没有诉讼动力的问题,也较好地实现了对上市公司监控的功能。

但是,任何制度都有其弊端,集团诉讼制度在解决旧有的问题的同时也带来了新的问题。集团诉讼制度本身易衍生出滥诉现象。由于投资者个人在诉讼中利益份额极少,缺乏对律师和原告代表进行控制的动力和能力,而律师在巨额的胜诉收费的诱惑之下往往会同仅仅为诉讼而持股的职业原告

(20) [美]托马斯·李·哈森《证券法》张学安等译,中国政法大学出版社 2003 年版,第 703 页。

(21) 1984 年,美国《内幕交易处罚法》规定对从事内幕交易者,可处以其获利或减少损失金额的三倍的罚款。

(22) 赖英照《最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社 2006 年版,第 459 页。

(23) 同注 1 引书,第 459 页。

相勾结,使诉讼的提起完全处于律师的控制之下。在诉讼过程中,公司以及被告基于对巨额的取证费用、繁重的诉讼负担、自身声誉的不利影响以及久拖不决的诉讼程序的担忧和厌恶,即使在有胜诉可能的情况下,也不得不选择同原告和律师进行和解了事。这就使得,律师与职业原告相勾结,仅为取得和解利益而提起无根据和无价值的诉讼,不问案件是非曲直便和解结案。这对内幕交易的真正监督毫无助益,使集团诉讼沦为律师获益的工具,背离立法的目的。美国法官曾明确指出,10b-5规则已在一定程度上沦为恶意律师谋取私利的一种工具。⁽²⁴⁾

这就提出了如何在便利投资者诉讼与抑制滥诉之间求得平衡的问题。为了解决这一问题,1995年《私人证券诉讼改革法案》对集团诉讼制度作出了一系列的修正,引进了主要原告和首席律师制度,对主要原告和首席律师的选定规定了严格的程序,并在一定程度上将这一程序置于法院的有效控制之下。该法案规定原告在提出诉讼后20日内,必须通知所有集团成员,明确主要指控内容,并告知其他成员可以要求作为主要原告,要求法院以与诉讼具有最大的利益为主要原告的选择原则。并规定,一个投资者5年之内不得担任主要原告三次以上,主要原告获得的赔偿不得超过其在集团中的比例,每个主要原告需提交经宣誓确认的陈述,声明其不是在律师的怂恿下购买股票或者为担任原告而购买股票,借此来排除职业原告的滥诉。新引进的首席律师制度则先对律师的报酬进行合理的限制,⁽²⁵⁾从根本上抑制其诉讼的动力。该法案还规定律师的选定采取投标的程序,既压低律师的诉讼费用,也在一定程度上实现了怂恿律师与实际诉讼律师的分离,从而进一步抑制了律师怂恿诉讼的动力。该法案规定,除非情况紧急,法院在作出驳回起诉的动议之前,必须暂停所有取证活动,以解除巨大的取证负担给被告带来的和解压力,并规定,除非会带来直接和重大的损害,在和解协议确定前必须通知所有集团成员,借此来排除不当的和解产生。

(四) 内幕交易民事诉讼的原告与被告当事人之间的利益平衡

这体现在为了实现对受害人的救济,法律不再固守传统的方式来确定受害人、侵权损失和因果关系,而是对它们作出立法上的推定,以便于受害人得到一定的救济。然而,法律也不可能过度地偏离当事人之间的公平,一方面为了便利对原告的救济,推定“同时从事相反交易的投资者”全部作为原告,另一方面,也对被告的赔偿数额进行了限制,使其仅限于其非法所得范围之内。其基本思想是,既然法律已经向原告作出了倾斜,使本不可能获得救济的原告获得了救济,那么由于这种倾斜政策而被扩大进来的原告的损失便不能都由被告承担。此外,在防止滥诉、防止被告的赔偿成为投资者保险的价值实现过程中,也都渗透着原、被告利益平衡的价值。

由上可见,证券市场的发展需要兼顾一些对于一个健康的证券市场来说所必须的不同需求。这些需求之间并不总是相同或相容的,有时恰是相反或相斥的。民事赔偿制度在适用于证券市场时,必须兼顾这些不同的需求。这在内幕交易的民事赔偿制度中就体现为一些价值之间的平衡。为了实现这些价值之间的平衡,民事赔偿制度的制裁、预防违法行为和损害填补功能,需要借助特定的实体法、程序法规定和司法技术进行必要的修正,在某些方面增强民事赔偿的特定功能,在某些方面又抑制其特定的功能,以与证券市场的适用环境相适应,实现构建诚信的证券市场,维护投资者信心的立法目

(24) Robert W. Hamilton & Richard A. Booth, *Corporations* 750 (West 2006) .

(25) 法律明确规定不得超过原告实际得到的赔偿总额的合理“百分比”。

的。因而,在内幕交易的民事赔偿制度的构建中不能再固守传统的侵权法思维,只从损害赔偿或者抑制不法行为的角度进行简单的逻辑推演,而应兼顾各种价值之间的平衡,在各种价值平衡之下进行制度的合理设计,适当发挥内幕交易民事赔偿的功能。

三、内幕交易民事赔偿制度中的规则互补

基于刑事、行政手段威慑内幕交易功能的不足,立法和司法通过实体法、程序法的特殊规定与特定的司法技术,将依照传统侵权法本不可行的内幕交易民事赔偿变得可行。基于证券市场健康发展的特殊需要,立法和司法技术又在内幕交易民事赔偿涉及到的价值平衡指导之下,对内幕交易民事赔偿制度进行着适当的修正。同时,由于新的制度规定和法律措施的引进必然会引起新的问题,还必须采用其他的手段来抑制这些新规定和新措施带来的弊端,以实现制度的功能与立法的目的。这就使整个内幕交易民事赔偿制度的构建和实施,无论是在宏观层面,还是在微观层面,都体现出明显的在构建诚信的证券市场这一目标的指导之下,取长补短、有机互动的规则互补特征。

(一) 刑事、行政、民事责任互补共同实现立法目的

刑事、行政、民事责任互补共同实现立法目的首先体现在,不同责任的不同功能相互补充,有机结合,形成严密的内幕交易调整体系。如前所述,刑事、行政、民事责任,责任承担形式各异,调整手段不同,在责任要件、严厉程度、实施方式、实施成本、对社会的影响等方面都存在着差异,它们之间的主要功能互不相同,无法替代,只有有机结合才能形成一个包括事前、事中、事后,轻重结合,层次递进,涵盖全面的内幕交易法律调整体系,实现对违法行为的全面防控。例如,在美国,刑事责任涉及罚金、有期徒刑等,民事责任涉及民事赔偿、撤销交易等,行政责任涉及民事罚款、禁止令、没收违法所得、发布违法报告书等,分别涉及不同方面的调整。在具体实施上,在严密的法律调整体系之下,当其他责任无法奏效时,特定责任的功能仍能得到发挥。例如,在某些情形下,“即使在拒绝发出禁止令时,乃至在 Blue Chip 案原则禁止提起私人诉讼时,也可以授予没收违法所得。”⁽²⁶⁾

刑事、行政、民事责任互补共同实现立法目的也体现在,配置全面,宽严有度的刑事、行政、民事责任体系之内,执法者可以实现策略性打击的目的。如前所述,由于内幕交易查禁难度极大,刑事、行政责任影响后果严重,公共执法机关执法资源有限,在执法过程中,公共执法机关不得不选择重要的案件作为打击重点,并采取和解性策略,这就为内幕交易的查禁留下空间,这一空间必须借助内幕交易民事赔偿的威慑功能来填补。这也是内幕交易民事赔偿在美国异常繁荣的一个现实因素。

刑事、行政、民事责任互补共同实现立法目的也体现在,虽然它们均立足于实现同一目的,但是不同的责任形式只能发挥自己责任限度内的功能,只有各种责任相聚合才能实现立法目的。这典型地体现在内幕交易违法所得的处置上。在美国 10b-5 规则之下,内幕交易的民事赔偿范围通常限于原告的实际损失,如果被告的违法所得超过原告的实际损失,除特殊情况外,法院一般不支持原告获得超过其损失的赔偿,对于其他非法所得,只能依靠行政责任的没收违法所得措施来处理。虽然,它们共同的目的在于剥夺被告的非法所得,但是,基于原告不能额外获利的民事赔偿性质,对超过原告所

(26) 同注 1 引书,第 758 页。

得的那部分非法所得只有通过行政责任来处理。

刑事、行政、民事责任的互补还体现在,当某一责任形式缺失某一功能手段时,必然会寻求在其他责任形式中的弥补和加强。典型的例子是,我国台湾地区当事人可以请求法官酌情将责任限额提高至违法所得的三倍的规定。在美国基于对防止原告不当获利和民事赔偿成为投资保险的考虑,立法和司法对于原告获得超过损失之外的赔偿极为谨慎,索赔一般仅限于实际损失。仅行政机关可以对被告处以违法所得三倍以下的民事罚款,并且该罚款上缴国库。而我国台湾地区却在民事赔偿中设置了三倍处罚的规定。这与这两种立法例中监管机关的权限也不无关系。在美国,证监会不仅在特定情形下可以提起民事诉讼对被告的非法所得进行追夺,而且还可以对被告的非法所得直接进行罚没,甚至还可以对违法者处以非法所得三倍的罚款,而我国台湾地区行政责任上的规定却比较薄弱,因此其规定酌情三倍的赔偿,也许正是想借助于民法上的惩罚性赔偿来弥补行政责任的不足。但是,这种规定的弊端也是显而易见的。

(二) 程序法与实体法相互配合共同实现立法目的

内幕交易民事赔偿中程序法与实体法相互配合共同实现立法目的主要体现在两个方面:一方面,程序法与实体法同时提供便利,共同实现内幕交易赔偿制度的立法目的;另一方面,借助程序法上的规定来抑制实体法对原告的倾斜保护所可能带来的弊端。

第一个方面的典型表现是,在内幕交易民事赔偿制度中,依照传统的法律制度,不仅存在着实体法上的障碍,还存在着当事人自身诉讼动力与能力不足的问题,为了充分发挥民事赔偿的必要功能,立法和司法不仅通过修正传统侵权法规则为内幕交易民事赔偿清除了实体法上的障碍,还发展出集团诉讼制度,来调动当事人的积极性,弥补其能力的不足。实体法与程序法相互配合,共同促成了内幕交易民事赔偿制度的行之有效。

第二个方面的典型表现是,当为了便于内幕交易民事赔偿的实施,在实体法和程序法上共同为当事人提供便利时,也带来了原告的滥诉问题。对于滥诉问题,由于实体法的重大限制将根本阻碍内幕交易民事赔偿的实施,因而,只有通过程序法上的修正来抑制实体法和程序法对原告倾斜保护所共同带来的弊端。例如,为了抑制方便诉讼的“10b-5规则”以及美国《证券交易法》20A规则可能带来的滥诉风险,1995年《证券民事诉讼改革法案》以及美国的法官在程序方面对证券民事诉讼设置了一系列的限制。除了前文提到的引进“主要原告和首席律师制度”、提高起诉门槛、限制原告资格、强化举证责任等限制外,美国法官还会采取一些具有主观性的立足于“在起诉阶段就打掉一些无意义的诉讼”的具体措施。

(三) 民事赔偿制度与其他规则的配合

在内幕交易规制问题上各类规则的互补也体现在,特定制度的缺陷未必一定要在本法领域之内得到解决。前面我们提到为了实现防止滥诉的目的,美国1995年《证券民事诉讼改革法案》对内幕交易民事诉讼进行了各方面的限制,这必然也降低了民事诉讼对内幕交易的监控功能。为了弥补这一缺陷,法律并未从民事诉讼制度本身去努力,而是通过强化审计师的报告义务以及设立举报人的奖励机制来解决这一问题。

同样的现象在受害人的补偿上也有体现。美国1934年《证券交易法》第20A节(b)(2)项明确规定,当与被告同时但从事相反方向交易的投资人依照第20A节的规定要求被告赔偿时,法院判决的赔

偿金额 必须扣除被告依照证券委(SEC)所获法院命令而交出的作为赔偿基金的金额。⁽²⁷⁾ 同时 2002 年《萨班斯法案》第 308 条(a)规定,在美国 SEC 依照《证券法》第 3(a)(47)条提起的任何行政或法律诉讼中,若 SEC 获得的判令要求违反该法律或其项下规则或条例的任何人交出违法所得,或该等人士在和解中同意交出该违法所得,且美国证券交易委员会也根据该法获得了民事罚款,则经美国证券交易委员会提议或酌情决定,可以将该民事罚款的金额加入为补偿该违法受害人而设立的罚没非法所得基金。⁽²⁸⁾ 这一不同规则的互补,既解决了防止赔偿成为原告保险的问题,也通过证监会的诉讼外裁量和基金的补充解决了受害人可能存在的获赔不足问题。

由上可见,为了实现构建诚信的证券市场的立法目的,内幕交易民事赔偿制度无论是在构建上还是实施上都体现出与其他规则相互配合相互补充的特征。因而,今后我国在构建和完善内幕交易民事赔偿制度时,也应当突破狭隘的民事责任的视野,立足整个内幕交易法律体系,来思考内幕交易法律制度的构建与完善问题,做好内幕交易民事赔偿制度与其他规则之间的衔接和配合,以更好地在构建诚信的证券市场的指引下发挥内幕交易民事赔偿的必要功能,抑制其潜在的弊端。

四、小结

美国内幕交易民事赔偿制度的产生具有其自身的需要和制度背景,它不仅肩负着损害赔偿的任务,更肩负着规范证券市场的使命,因而它在制度设计及运作上体现出极强的功利性、价值平衡性、规则协调性。它给我们的启示是:内幕交易民事赔偿制度的设计已经超出了传统的侵权法甚至实体法领域,它所涉及的已经不是单一立法所能解决的问题,这一制度的设计需要在一个更加宏观的规制内幕交易的法律体系中进行,它既要对所涉及的不同价值目标予以恰当的协调平衡,也要注意其与其他规则之间的互补和配合。在内幕交易的民事赔偿制度中并不存在绝对的鼓励或抑制诉讼,也不存在绝对的行政法、刑法与民法或者实体法与程序法的分立,而是基于各种价值取向和立法目标,因时制宜共同实现遏制内幕交易和实现公平正义的目的。

The Equilibrium Values and Complementary Rules of Civil Liability of Insider Trading

——Based on the Model of American Legal Regimes

Zhao Xudong

Abstract: The civil liability of insider trading is different from the common tort liability. It is a problem shared by every legal regime of how to regulate and whether to impose restriction on civil law-suits of insider trading. In this respect, the experience of U. S. is worthy of consideration as a developed model. There are multiple values protected in the tracing of civil liability of insider trading, among

(27) See 15 U. S. C. § 20A b-2 (1934). 美国 1934 年《证券交易法》的第 20A 节详细规定了内幕交易中同时交易人(Contemporaneous Traders)的责任。

(28) 15 U. S. C. § 78c(a)(47) (1934).

which interest compensation of investors is only one of those. The purpose of institutional construction is to coordinate and balance various targets of conflicting values , which includes: the balance between the deterrence of insider trading which protects the confidence of investors and the prevention of harassment litigation which protects the interests of corporations; the balance between compensating the loss of investors and preventing the civil liability from being insurances for investors; the balance between protecting the litigation rights of victims and prohibiting vexatious litigations. Meanwhile , the rules of civil liability of insider trading need to be functionally complementary and mutually supportive to achieve the legal targets , including a balanced approach between the criminal liability , administrative liability and civil liability , and between the procedural laws and substantive laws.

Keywords: insider trading; civil liability; institutional construction , equilibrium values; complementary rules

(责任编辑: 倪鑫煜)