

公平交易理论下内幕交易受害 投资者司法救济

王林清^{****}

摘 要 内幕交易受害投资者司法救济制度构建的前提,是对内幕交易与投资者损害之间法律关系的合理阐释。内幕交易既未侵害投资者知情权,也没有对其投资决策造成误导,因此不属于欺诈行为,反欺诈理论的事实基础并不准确。就危害实质而言,内幕交易属于使用非法信息优势的不公平交易行为,侵害了交易对手依据平等决策基础和相同成败机会进行公平交易的合法权益。依据公平交易理论,内幕交易损害赔偿请求权人应当被界定为与内幕交易时间完全一致的善意反向交易者,其有权获得的赔偿数额为实际买入和卖出相关证券的价格差额,同时应以内幕交易人的违法所得数额为限。

关 键 词 内幕交易 投资者 救济 公平交易

引 言

内幕交易违背资本市场“三公原则”,严重破坏市场诚信基础,影响市场功能发挥,直接损害投资者合法权益,被视为资本市场的毒瘤。因此,内幕交易始终是我国证券行业监管的重点,对其惩罚力度也呈现出不断加大的趋势。⁽¹⁾ 与此形成明显对比的是,证券投资者因内幕交易所遭受的损害未能得到有效救济。值得关注的是,2015年9月30日,上海市第二中级人

^{****} 最高人民法院法官。

(1) 就此,国务院办公厅于2010年11月16日专门转发证监会等五部门制定的《关于依法打击和防控资本市场内幕交易的意见》,明确提出对于内幕交易要高度重视,形成综合防治体系和强大打击合力。

民法院审理的原告徐某、秦某等诉被告上海光大证券公司证券、期货内幕交易损害赔偿案,原告一审胜诉,上海光大证券公司不服,提起上诉。2016年1月20日,上海市高级人民法院作出二审判决,驳回了上海光大证券的上诉请求,并认为,上海光大证券公司在内幕信息未披露的情况下仍进行交易,系利用内幕信息进行的违法交易,一审法院判决并无不当。⁽²⁾笔者无意评价该案判决,但须指出的是,该案判决并不意味着内幕交易受害投资者的司法救济已从理论与实践走出困境,而诱发这一困境的直接原因还是要归因于我国相关立法过于原则化,⁽³⁾导致内幕交易受害人的认定及损失范围的计算方法等均成为审判实践中的疑难问题。⁽⁴⁾另外,更深层次的根源在于,理论界对于内幕交易与投资者损害之间关系的认知尚存在着巨大分歧:否定观点认为内幕交易不会造成投资者的损害,投资者在证券交易中的亏损来自市场正常的信息不对称风险,而非为投资者所不知的内幕交易行为;⁽⁵⁾肯定观点认为内幕交易造成了投资者的损害,但在侵害投资者具体权益方面却尚未统一,有观点主张侵害公众投资者平等获得资讯的权利,⁽⁶⁾对于内幕信息的平等知情权,⁽⁷⁾还有观点主张侵害了投资者的公平交易权。⁽⁸⁾

为平息理论争议并破解实践困惑,2015年4月20日全国人大常委会审议的《证券法(修订草案)》增加了一个新的条款,即第92条“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10个交易日平均价格之间的差价损失,在内幕交易违法所得3倍限额内承担赔偿责任。”但本文认为,这一条款的内容难以实现其预设目标,因为其系以将内幕交易定性为欺诈行为的“反欺诈理论”(anti-fraud theory)为构建基础,主张内幕交易侵害了公众投资者对于内幕信息的知情权,因此受害投资者有权要求内幕交易人赔偿其实际交易价格与吸收内幕信息后的市场价格的差额。此种理论实际上是将内幕交易简单等同于虚假陈述等典型证券欺诈行为,而忽视了二者在内在结构上的根本差异,可能并不符合内幕交易的行为本质,依此构建的内幕交易损害赔偿规则的合理性必然大打折扣。

因此,如何从理论上准确阐释内幕交易与投资者损害之间的法律关系,亦即,内幕交易行为是否会侵害投资者权益、侵害何种具体权益,不仅直接关系到内幕交易受害人认定、损害赔偿

(2) 参见“光大证券二审败诉,500名投资者排队索赔”,新浪财经网,http://finance.sina.com.cn/roll/2016-01-25/doc-ifxnurxn9932577.shtml,最后访问日期:2016年1月25日。

(3) 我国现行《证券法》第76条第3款仅规定“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) 参见宋晓明等“民商事审判若干疑难问题——证券法”,载《人民法院报》2006年10月11日。

(5) 参见耿利航“证券内幕交易民事责任功能质疑”,《法学研究》2010年第6期,第81页。

(6) 冯果“内幕交易与私权救济”,《法学研究》2000年第2期,第93页。

(7) 胡光志《内幕交易及其法律控制研究》,法律出版社2002年版,第54页。

(8) 赵万一主编《证券市场投资者利益保护法律制度研究》,法律出版社2013年版,第147页以下;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120页。

偿范围和计算方法等具体规则的构建,更直接决定内幕交易受害投资者救济制度本身的正当性。为试图实现这一目标,本文全面剖析反欺诈理论的内在缺陷,论证其与内幕交易行为的不适应性,提出更为契合内幕交易行为本质的公平交易理论,同时依据该理论构建内幕交易损害赔偿规则,以期为我国内幕交易受害投资者司法救济制度的完善提供一个较为合理的解释理论。

一、反欺诈理论缺陷之分析

反欺诈理论最早起源于美国,已成为目前影响力最大的内幕交易规制基础理论,其构建前提是将内幕交易行为的危害实质界定为证券欺诈,此即内幕交易受到法律禁止的根源所在。早在1947年的 *Kardon v. National Gypsum Co.* 案中,美国法院即指出“因特定身份而获知内幕信息之人,在买进或者卖出证券时,如果未将信息披露,对于不知道该项信息的交易相对人即构成欺诈。”⁽⁹⁾ 关于内幕交易的证券欺诈行为定性亦为我国所借鉴,国务院于1993年颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》第2条即规定,“本办法所称证券欺诈行为包括证券发行、交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为”;最高人民法院于2011年颁布《民事案件案由规定》,亦将“内幕交易责任纠纷”列入“证券欺诈责任纠纷”的范畴;⁽¹⁰⁾ 学者也认为,“内幕交易是一种典型的证券欺诈行为”。⁽¹¹⁾ 至于内幕交易为何属于欺诈,我国既有研究成果尚未给出具有说服力的答案,一种观点认为,“内幕人在不告知其交易相对人真相的情况下与之进行证券交易,完全符合欺诈的特征,是一种典型的消极欺诈行为”。⁽¹²⁾ 然而,内幕人为何须向交易相对人披露其所获知的内幕信息?对于这一关键问题,理论学说鲜有探究。以下将结合美国反欺诈理论的核心内容,剖析其在内幕交易规制方面的效果,以及对受害投资者救济的影响。

美国证券立法起初并无涉及内幕交易的内容,是联邦最高法院和证券交易委员会通过创设先例和制定规则的方式将其纳入由《1934年证券交易法》第10b条及其10b-5规则所组成的反欺诈一般条款的规制之下。该条款的精髓在于:禁止任何人在从事与证券交易有关(in connection with the purchase or sale of securities)的活动时,使用任何方法、计划或者技巧进行欺诈。但是该条款亦未提及内幕交易,为了使反欺诈一般条款能够适用于内幕交易领域,联邦最高法院和证券交易委员会遂对该条款中的“欺诈”一词运用了普通法的解释方法,以认定内幕交易属于欺诈范畴。正如联邦最高法院在 *Chiarella v. Unit-*

(9) *Kardon V. National Gypsum Co.*, 83 F. Supp. 613, 614 (E.D.Pa.1947).

(10) 王林清《证券法理论与司法适用:新〈证券法〉实施以来热点问题研究》,法律出版社2008年版,第280页。

(11) 冯果,见前注〔6〕,第93页。

(12) 胡光志,见前注〔7〕,第48页。

ed States ⁽¹³⁾ 一案所指出的:在普通法上,为了诱使他人信赖而作出的虚假陈述,属于欺诈行为。而当事人在完成交易前未披露重大信息是否构成欺诈,则取决于其是否负有披露的义务。并且此种披露义务产生于当事人一方拥有另一方基于二者间的信义(fiduciary)或者其他的信赖或信任关系而有权知道的信息。依照此种逻辑,内幕交易构成证券欺诈的根本原因在于,内幕人违反了基于在交易之前既已存在的信义关系(preexisting fiduciary relationship)而产生的信息披露义务;反之,如果不存在此种信息披露义务,则持有内幕信息进行的证券交易并未违反反欺诈一般条款,即不构成内幕交易。于是,证明内幕交易属于证券欺诈的关键也就随之转换为认定此种信义关系的存在,就此美国判例法建立起两种具体认定内幕交易的反欺诈理论。

(一) 传统理论

1. 传统理论的内涵

此种理论适用于对公司内部人(corporate insider)内幕交易的认定,根据联邦最高法院的解释,如果公司内部人依据重大未公开信息,交易其所在公司的证券,则违反了反欺诈一般条款,因为基于公司职位而获得保密信息的内部人与公司股东之间存在着一种信任或信赖的关系。该种关系引发了披露信息(或者戒绝交易)的义务,以确保有义务将股东福祉置于其个人之上的公司内部人,不得通过欺诈性使用重大未公开信息谋取私利。⁽¹⁴⁾ 根据传统理论,下列主体基于未披露的内幕信息进行证券交易构成欺诈:①高管、董事和控制股东等固有内部人(permanent insiders),由于管理或者控制公司事务而对公司及其股东负有信义义务;②基于业务关系得以合法接触内幕信息的承销商、律师、会计师、顾问等临时内部人(temporary insiders),因受委托而与发行公司及其股东产生了信义关系;③从为获私益而泄露内幕信息的公司内部人处接受信息之人,由于其参与了公司内部人的违反信义义务的行为,故此派生出对发行公司及其股东所负有的“披露信息否则戒绝交易义务”(duty to disclose or abstain from trading on that information)。⁽¹⁵⁾ 究其实质,传统反欺诈理论系通过发行公司的内部人对股东所负有的信义义务来证明内幕交易属于欺诈行为:公司内部人作为受信人(fiduciary)在使用因职务而获得的内幕信息与作为委托人或受益人(principal or beneficiary)的股东进行证券交易之前,应当向对方进行完全的披露,未披露而进行证券交易则构成对该股东的欺诈。⁽¹⁶⁾

2. 传统理论的缺陷

暂且不论传统理论对于公司外部人实施的内幕交易无能为力,其教义学方面的缺陷亦十

(13) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

(14) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

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

(16) See Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation, Enforcement, and Prevention*, Thomson Reuters, 2012, § 2:2.

分显著:其一,无视公司作为独立法律主体(separate legal entity)这一基本观念,在公司法中董事、高管等是对公司负有信义义务,而与股东之间并无信义关系存在。⁽¹⁷⁾将内幕交易构成欺诈的根源归结为违反了对股东的信义义务,缺乏准确的教义学支撑。其二,即使认为内部人对股东负有信义义务,传统理论也无法解释内部人向不属于发行公司股东的投资者出售证券时未披露相关内幕信息如何构成欺诈,因为此时二者之间显然并不存在信义关系。其三,无法为债券持有人(debenture-holder)提供保护。由于公司内部人并不对公司债权人——如债券持有人等负有信义义务,因此内部人基于内幕信息交易相关债券,并不产生“披露否则戒绝交易”的义务,其交易相对人也就不能主张遭受欺诈。将同属于“证券”的股票和债券做出区别对待,并无合理依据,反而会导致债券持有人陷入难以获得救济的不利境地。⁽¹⁸⁾总之,传统反欺诈理论对于内幕交易属于欺诈行为的解释力显得非常薄弱。

(二) 盗用理论

1. 盗用理论的内涵

针对传统理论无法规制公司外部人内幕交易行为的缺陷,美国法又逐渐发展出盗用理论作为补充。该理论的要义是,基于委托人的信任而获知重大未公开信息的受托人,未经披露而为私利目的使用信息,违反了对委托人的忠实和保密义务,因此对委托人构成欺诈。而此种盗用信息又被用于证券的买卖活动,此时盗用人即违反了《证券交易法》第10b条及其10b-5规则所禁止的“与证券交易有关的欺诈”。⁽¹⁹⁾盗用理论认定内幕交易构成欺诈的核心要素,依然是内幕交易人对信义义务的违反,但与传统理论的不同之处在于,信义义务的对象不再局限于发行公司的股东,而是扩展到内幕信息的来源(the source of information)。概言之,如果内幕人未向授权其获知信息的委托人即信息来源披露而据此进行证券交易,同样构成内幕交易。根据盗用理论,美国证券交易委员会于2000年专门制定了10b5-2规则,明确将能够导致“披露否则戒绝交易”义务的信义关系延伸至以下情形:①某人同意对信息保密;②信息授予者与信息接受者之间具有相互保密的历史、模式和实践,使得后者知道或应当合理知道前者期待其保密;③某人从其配偶、父母、子女或者兄弟姐妹处接收或获得内幕信息,除非其能够证明与信息来源之间并不存在相互保密的历史、模式和实践,也无对信息保密的协议或者理解,因而不知道或不应当合理知道信息来源期待其保密。而司法判决已认定的符合盗用理论的信义关系则包括:雇主与雇员、政府与职员、医生与病人、律师与客户、合同当事人、家庭成员、合伙人、封

(17) 参见赵旭东主编《公司法学》(第四版),高等教育出版社2015年版,第312页。另外,我国《公司法》第147条规定:董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务。

(18) See Alan Strudler, Eric W. Orts, “Moral Principle in the Law of Insider Trading”, 78 *Texas Law Review*, 375, 408(1999).

(19) See *United States v. O’Hagan*, 521 U.S. 624 (1997).

闭公司股东之间 等等。⁽²⁰⁾

2. 盗用理论的缺陷

尽管盗用理论在规制对象的范围上比传统理论有较大拓展,得以有效应对典型的发行公司外部人内幕交易行为,但其结构性缺陷却远甚于传统理论。^①由于盗用理论依然坚持信义关系的违反是构成内幕交易的前提,因而对于与信息来源不存在任何信义关系之人,如通过偷盗、窃听、黑客入侵等非法手段,或者偶然听得等意外途径而获悉内幕信息并据此交易的行为,难免束手无策。^②依照盗用理论的逻辑,只有在内幕人未披露而进行交易才对信息来源构成欺诈,反之,如果其在交易前已对信息来源完全披露其交易意图,即使未获后者同意,其交易行为也不构成《证券交易法》第10b条所禁止的证券欺诈。⁽²¹⁾这种结论显然与一般的公平观念严重不符,也与禁止内幕交易的证券市场监管目标背道而驰。^③更为严重的是,盗用理论混淆了内幕交易行为的真正受害人。在盗用理论下,内幕信息所有人即所谓的信息来源被认为是盗用人欺诈的对象,其对内幕信息的财产权受到了侵害,而盗用人的交易相对人即投资者由于与前者并无信义关系,因而未受到欺诈,不属于内幕交易的受害人。这种见解无疑背离了证券法的目标,正是为了维护证券市场的诚信及投资者信心,美国证券法才将内幕交易纳入反欺诈一般条款的规制范畴,而非单纯应对盗用信息等违反信义义务的行为,对于后者完全可以通过已有的普通法规则予以解决。⁽²²⁾盗用理论导致了如下尴尬局面:内幕信息所有人被认定为内幕交易的受害人,但其并未参与任何证券交易,而与内幕人进行交易的投资者却被剥夺了内幕交易受害人地位,因此盗用理论对于解释投资者与内幕交易的关系问题毫无助益。

(三) 小结

综上,反欺诈理论以内幕人未披露内幕信息作为内幕交易的危害实质,并以特定信义关系的存在为披露义务产生的前提,但在内幕交易的欺诈对象上却陷入内部分裂:传统理论下的欺诈对象是与内幕人进行交易的投资者,而盗用理论则将欺诈对象界定为内幕信息所有人,置投资者遭受内幕交易损害的事实于不顾。即使就传统反欺诈理论而言,也未能对内幕交易损害投资者权益的根据,提供合乎逻辑且具有说服力的解释。该理论主张内幕人在与投资者进行证券交易时违反了对后者的信息披露义务,因而构成证券欺诈,这里就存在一个根本性的问题,即内幕交易是否真的属于欺诈行为,或者符合欺诈行为的结构特征?根据我国民法,欺诈是指“一方当事人故意告知对方虚假情况,或者故意隐瞒真实情况,诱使对方当事人作出错误意思表示”。⁽²³⁾英美普通法则认为,欺诈须具备以下要件:①存在不真实陈述(misrepresenta-

(20) See William Wang and Marc Steinberg, *Insider Trading*, 3rd ed., Oxford University Press, 2011, pp.432-469.

(21) 此种情形下,交易人可能要承担违反州法中的忠实义务的责任。See *United States v. O' Hagan*, 521 U.S. 624 (1997).

(22) See Strudler & Orts, *supra* note 18, pp.375-408.

(23) 参见《最高人民法院关于贯彻执行〈中华人民共和国民法通则〉若干问题的意见(试行)》第68条。

tion); ②该陈述涉及的事实具有重大性; ③陈述人明知陈述不真实而引诱受陈述人信赖其陈述; ④受陈述人信赖陈述并因此遭受损失。^[24] 在证券的发行和交易过程中, 行为人通过欺诈的手段, 破坏市场秩序, 损害他人利益而使自己获利的行为, 即属于证券欺诈。证券欺诈既可以表现为积极作为形式, 也可以表现为消极不作为的形式, 但在后一场合, 须以行为人依照法律或习惯, 负有告知义务而故意不告知时, 才构成欺诈。^[25]

就内幕交易而言, 内幕人除了依据其知悉的内幕信息进行交易, 并未对外作出任何意思表示, 因此显然不存在积极型欺诈的情形。那么, 内幕人在交易时未披露或者“隐瞒”内幕信息的行为是否构成不作为型欺诈呢? 或者说是否属于欺诈论者所提出的对投资者平等获得信息的知情权的侵害呢?^[26] 本文对此持否定观点: 第一, 投资者无权获悉内幕信息。重大未公开信息属于发行公司的财产或者商业秘密, 在法定的披露条件及期限满足之前, 发行公司有权合法不披露信息,^[27] 任何投资者均无权要求发行公司或者内幕人对其提前公开信息。当然, 内幕人也没有权利擅自披露内幕信息, 否则即有可能构成侵害发行公司权益的泄密行为。不能因为内幕人提前获得了重大未公开信息, 就据此主张全体投资者也同样有权获得, 这与现行信息披露法律制度严重相悖, 所谓投资者对内幕信息平等知情权的主张并不能成立。第二, 内幕人并不负有披露内幕信息的义务。在证券法上, 只有发行公司才是法定的信息披露义务人, 须向投资者真实、充分、准确、及时地公开可能影响投资判断的重大信息, 而证券交易当事人则不负有向对方披露其所掌握信息的义务, 否则无异于强制投资者之间的投资信息均等, 必然给证券市场运行机制造成根本性破坏。第三, 内幕交易通常不会对投资者的交易决策造成误导。欺诈论者认为, 内幕交易的违法性源于, “通过扭曲价格发现机制, 诱使其他投资者作出错误的投资决策, 从而剥夺其他投资者的合法财产”。^[28] 但事实恐怕并非如此, 在集中竞价、电脑撮合成交的证券交易市场中, 内幕交易人只是秘密地依据内幕信息向证券公司发出买卖相关证券的指令, 主观上并没有欺骗、引诱、误导其他投资者作出错误判断并进行交易的意图。在客观上, 为了不引起注意, 内幕交易人通常十分谨慎, 采取小量多次的交易方式, 这样就不会对证券的交易价格造成较为明显的影响。^[29] 因此, 对普通投资者而言, 实际上难以通过证券价格波动察觉到内幕交易的存在, 其投资判断和交易决策仍然是自主选择的结果。那么, 认为内幕交易通过扭曲证券价格的方式诱使投资者作出错误投资决策的观点, 也就缺乏充分事实依

[24] See Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th ed., Wolters Kluwer, 2012, p.1261.

[25] 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 2 页。

[26] 冯果, 见前注〔6〕, 第 95 页。

[27] 耿利航, 见前注〔5〕, 第 82 页。

[28] 窦鹏娟“探索证券内幕交易投资者损害救济的新路径”, 载黄元红、徐明主编《证券法苑》(第九卷), 法律出版社 2013 年版, 第 460 页。

[29] James J. Park, “Rule 10b-5 and the Rise of the Unjust Enrichment Principle”, 60 *Duke Law Journal*, 345, 365(2010).

据。

从内幕交易的行为构成来看,无论与法定信息披露义务人通过虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏而实施的虚假陈述行为,还是证券交易人通过连续交易、相对委托、洗售等手段造成证券价格和交易量剧烈波动的操纵市场行为,均迥然有异;从损害后果来看,内幕交易既未侵害投资者知情权,也没有对其投资决策造成误导,所以不能将其危害实质界定为与虚假陈述和操纵市场等同的证券欺诈。不幸的是,反欺诈理论则恰恰建构于对内幕交易的这一错误认定的基础之上,其能否准确阐释内幕交易与投资者损害的法律关系也就可想而知了。

二、公平交易理论之分析

探究内幕交易与投资者损害之间的法律关系,应当以科学厘定内幕交易行为的危害实质为前提。虽然内幕交易、虚假陈述、操纵市场同属于证券市场中的典型违法行为,但三者的行为结构不同,由此导致在危害实质与侵害投资者权益方面存在显著差异。一方面,内幕交易和操纵市场在性质上都属于二级市场中的证券交易行为,其行为主体即证券投资者,而虚假陈述则是发行公司等法定信息披露义务人违反公开原则的证券信息披露行为,其行为主体并非证券投资者。另一方面,作为证券交易行为,内幕交易的违法性集中体现在证券交易人依据尚未公开的真实市场信息与其他不知情的投资者进行交易,由此不同于通过人为制造虚假市场信息、诱使投资者买卖被扭曲市场价格的证券,进而与被诱骗的投资者进行相反买卖的操纵市场行为。本文认为,正是上述违法性特征使得内幕交易区别于其他证券违法行为,因此就应当以此作为事实基础,深入剖析内幕交易的危害实质及其损害投资者的具体权益,从而确保内幕交易与投资者损害之间法律关系阐释的合理性。

(一) 内幕交易属于不公平交易行为

证券交易实际上是买卖证券的投资者之间的博弈过程,并且此种博弈具有明显的“零和博弈”(zero-sum game)特征:证券的买方与卖方所博弈的是对证券这种无形的金融商品的价值估量,但无论以何种方式衡量证券的价值,仅就资源配置与转移的指向而言,当证券成为连续交易的标的后,资源(体现为资金)只是从一个投资者转移到另一个投资者。从单个的投资者来看,其证券交易似乎必然产生盈利或者亏损的后果,但在排除证券本身的利润分配或发行公司资产增值的因素后,所有投入证券市场的资源配置只存在投资者之间的移转,其资源总量没有发生变化,卖方(最初的买方)的盈利或者亏损就是买方(最后的卖方)相对应的亏损或者盈利。因此,投资者之间围绕证券展开的交易其实就相当于一种“击鼓传花”式的资源传递接力,交易双方交接的是各自因资金成本、风险偏好而对于证券“回报期”与“回报率”的容忍。⁽³⁰⁾

⁽³⁰⁾ 参见郑彧《证券市场有效监管的制度选择——以转轨时期我国证券监管制度为基础的研究》,法律出版社2012年版,第14-15页。

证券交易的上述“彼之所得必为我之所失”零和博弈特征,极易诱发投资者为了追求自身盈利最大化,实施侵害其他投资者权益的道德风险行为,其后果必将导致整个证券市场的失序混乱,甚至引发金融危机。因此,为实现证券市场的健康稳定发展,证券交易亦应当与其他市场经济活动一样,必须受到道德规范的约束。而市场经济最基本的道德规范就是诚实信用。⁽³¹⁾ 根据《美国统一商法典》的定义,诚实信用是指“事实上的诚实及对公平交易的合理商业准则的遵守”,而作为市场经济道德准则的诚实信用原则,“要求人们在市场活动中讲究信用,恪守诺言,诚实不欺,在不损害他人利益和社会利益的前提下追求自己的利益”。⁽³²⁾ 在证券市场领域,我国《证券法》第5条明确规定,“证券发行、交易活动的当事人应当遵守诚实信用原则”,证监会《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》第4条则将这一原则具体化为“自然人、法人或其他组织从事证券期货市场活动,应当诚实信用,遵守法律、行政法规、规章和依法制定的自律规则,禁止欺诈、内幕交易、操纵市场以及其他损害投资者合法权益的不诚实信用行为。”概言之,诚实信用原则对于证券交易活动的最低要求为,任何证券交易人都应当遵守相同的交易规则,以不损害其他投资者权益的方式公开竞争、公平交易。

与普通商品交易不同,证券交易的标的是无形的金融商品,无法通过外观检测等直观方式判断其价值,因此投资者只能依据相关的市场信息,判断证券的投资价值并作出相应的投资决定。为保障全体投资者平等享有获得可能影响其投资判断的重大信息的机会,各国证券法普遍确立了发行公司的强制性信息披露义务。据此,所有投资者都有权根据已公开的市场信息进行证券交易。然而,由于证券市场信息从最初发生到最终公开需要一个过程,以上市公司并购重组为例,证监会《上市公司信息披露管理办法》第31条规定,上市公司对此信息的披露义务产生于“有关各方签署意向书或者协议时”,而在此之前,有关各方至少已经历了起意、接触、初步谈判、尽职调查、达成初步意向、内部批准、外部批准等多个阶段,⁽³³⁾ 参与其中任一阶段工作的主体均能够合法获取该项尚未公开的市场信息,甚至并未参与任一阶段的主体也可以经由内幕人的泄露,或者通过盗窃等非法手段获取该信息。这些内幕人与其他投资者相比,无疑具有决定性的信息优势,从而能够在证券交易中作出更为准确的判断,极大提高获利的确定性。但是,内幕人的这种信息优势却具有本质上的不公平性,严重违反证券市场诚信原则,因为对公众投资者而言,无论通过何种途径都不能合法获取内幕信息,而只能依据已经公开的信息作出交易决策。

证券交易的诚实信用原则并不一般性地否定投资者所拥有的信息优势,例如,由于知识、经验、才智、时间、资源等各方面条件的差异,不同投资者对于已经公开的证券市场信息的获取

(31) 陈甦主编《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第70页。

(32) 梁慧星《民法总论》(第四版),法律出版社2011年版,第266页。

(33) 彭冰“内幕交易行政处罚案例初步研究”,载张育军、徐明主编《证券法苑》(第三卷),法律出版社2010年版,第99页。

及分析能力千差万别,由此导致的信息不对称状态也就不足为奇。正因如此,在证券交易双方对特定证券价格的判断达成一致而对证券投资前景的判断相反时,一方投资者以特定价格卖出证券,才会有另一方以同样价格买入该证券。⁽³⁴⁾ 上述合法的信息优势值得保护和鼓励,可以被用于证券交易获取利润,其他投资者也不会感到不公平,因为任何投资者均有机会通过自身努力以形成此种信息优势,完全契合公平交易规则的理念。⁽³⁵⁾ 然而,内幕人的信息优势则完全不同,其建立在特殊的职务、业务或者控制等方面的地位或者条件之上,甚至还可能是凭借非法手段形成的,使得公众投资者难以通过运用技能、勤勉、资金等合法资源的努力与之抗衡。⁽³⁶⁾ 如果允许内幕人将这种信息优势用于证券交易当中,则对公众投资者构成了本质上的不公平:前者可以预先知晓证券市场行情的走势,而后者却只能根据公开信息进行分析判断,二者所适用的交易规则显然不同,“这与广大公众投资者对于所有参与人均能按照相同规则进行交易的诚实和公平证券市场 (honest and fair securities markets) 的合法预期 (legitimate expectation) 是背道而驰的”。⁽³⁷⁾ 如此必将导致投资者对证券市场信心的普遍降低,甚至干脆选择远离市场。正如美国律师协会所比喻的那样,“现代社会的人们普遍憎恶不遵守游戏规则的人,例如骗子和作弊者。暗中藏牌的唾沫曲球投手 (spitball pitcher) 或者纸牌老千 (card shark) 虽然能够获胜,但却无法赢得尊敬。如果知道有这样的选手参与游戏,我们将很可能会退出”。⁽³⁸⁾

投资者对证券市场的信心,是证券市场得以健康发展的社会信息基础,一旦投资者普遍对证券市场丧失信心,不仅证券市场本身难以顺利发展,甚至整个国民经济也会受到严重影响。⁽³⁹⁾ 因此,为了维护并增强投资者对证券市场公平运行的信心,实有必要通过法律制度建设来确保证券交易的公平性。对此,较有影响的“信息平等理论”主张,“证券市场中所有的主体都拥有平等获悉信息的机会”,“保护投资者合法权益的根本是通过制度安排赋予投资者公平的投资机会,让所有的投资者公平、及时地获得真实、准确、完整的信息”。⁽⁴⁰⁾ 然而,如前文所述,受制于证券市场信息的形成机理、保护发行公司的商业秘密、防止各类“未成熟”或“软信息”误导市场等主客观因素,⁽⁴¹⁾ 法律虽然能够要求发行公司尽快公开重大信息,但却难以实际消除公众投资者与内幕人之间的信息不对称。最为实际的制度选择只能是,否定内幕人的这种不公平的信息优势,禁止其据以从事相关证券交易,以真正实现所有投资者都只能依据

(34) 陈甦,见前注〔31〕,第106页。

(35) See Strudler & Orts, supra note 18, pp.375, 408.

(36) See Victor Brudney, “Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws”, 91 *Harvard Law Review*, 322, 354(1979).

(37) See Loss, et al. supra note 24, p.1270.

(38) See Langevoort, supra note 16, § 1:6.

(39) 陈甦,见前注〔31〕,第106页。

(40) 曾洋,“证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开”,《中国法学》2014年第2期,第168页。

(41) 耿利航,见前注〔5〕,第82页。

公开信息进行交易的规则公平。

综上,内幕交易行为的危害实质在于,内幕人使用了公众投资者无法通过合法方式获得的信息优势,违反了公平博弈的交易规则,不仅对透明诚信的证券市场秩序造成严重破坏,同时也侵害了其他投资者的合法权益。

(二) 内幕交易侵害投资者的公平交易权

关于内幕交易行为侵害投资者权益的性质,存在着不同的认识,一种颇有代表性的观点认为,内幕交易侵害了交易相对人的平等知情权,在实质上剥夺了普通投资者平等获得信息的机会。^{〔42〕}此种观点显然是以对内幕交易的欺诈行为定性为前提的,因而难免有失偏颇。根据前文所述,内幕交易的性质应当界定为违反公平交易规则的交易行为,因此其侵害的客体是公众投资者的交易权。所谓证券市场投资者的交易权,是指投资者为有效开展交易活动和顺利实现交易目标而在交易条件的获得、交易行动的开展、交易结果的实现上所应享有的一系列权利的总称。^{〔43〕}从内容上看,投资者交易权具体包括自由交易权和公平交易权两个方面:前者强调投资者在设立、变更、终止交易关系及交易关系内容上的完全自主、不受法律规定以外的其他限制;后者则确保投资者能够在公平竞争、机会均等、合理均衡的市场环境中进行交易,受到证券市场的平等对待和交易对手的诚信相待。而内幕交易恰恰侵害了交易对手的公平交易权。

1. 内幕交易侵害的对象是与内幕人进行证券交易的善意投资者

前文的分析已经揭示出,内幕交易的危害实质属于利用非法信息优势的不公平交易行为,因而其受害人就只能是处于交易另一方的投资者,而非证券市场上的其他所有投资者。因为未与内幕人进行交易,交易决策就没有受到其非法信息优势的影响,交易结果的盈亏也就与内幕交易无关。同时,内幕交易的受害人还应当满足主观善意的要求,亦即,在进行证券交易时未知悉内幕信息,也不知道对手为内幕人,否则就难以证明内幕交易严重违背自己对证券市场交易规则公平的合理信赖,自己与对手是在完全不平等的信息基础之上进行博弈的。

2. 内幕交易破坏了证券交易盈亏概率的均等性

由于影响因素复杂多变,证券市场价格具有较大波动性,难以准确预测,由此导致证券交易的结果也呈现出高度不确定性,即盈利或者亏损的都是可能存在的,这就是通常所说的市场风险。并且,在同一证券市场当中,所有的投资者所面临的投资盈利与亏损的概率都应当是均等的,这也是广大投资者、特别是公众投资者愿意投资于证券市场的直接动力,因为它预示着每位投资者都享有凭借个人能力获得利益的均等机会。然而,内幕交易却改变了证券市场中交易成败机会均等的合理局面:由于内幕信息通常能够反应证券的内在价值并揭示出市场价格走势,内幕人以此作为交易决策的依据,必然在相当程度上消除了交易结果的不确定性,从而提高了盈利的概率。而基于证券交易“彼之所得必为我之所失”的零和博弈特质,内幕交易

〔42〕 参见胡光志,见前注〔7〕,第53页。

〔43〕 参见赵万一,见前注〔8〕,第140页。

人盈利概率的提高,意味着其交易对手盈利概率的相应减少,由此导致的后果则是,内幕交易人将本应由其承担的市场风险转嫁给了交易对手,在客观上提高了后者亏损发生的可能性。⁽⁴⁴⁾

3. 内幕交易损害了投资者对于证券市场公平性的合理信赖

对于一个理性的投资者而言,其之所以愿意投资证券市场,除了具备资金等客观条件外,还有更为重要的主观原因,如投资欲望、对证券市场运行功能和状况的基本评价、风险估计、盈利预期等。只有当投资者认为证券市场的运行较为公平有效,每一个人都有均等的机会凭借个人能力以抵御风险或实现预期盈利,才愿意跻身证券市场,融入“投资大众”的行列。⁽⁴⁵⁾但是,内幕交易的存在则导致投资者对于在相同规则基础上进行公平博弈的合法期待完全不能实现——公众投资者只能以合法的公开信息作为交易决策基础,而内幕人却是使用非法的未公开信息与对手交易,二者显然不是在同一水平的信息基础上进行博弈。⁽⁴⁶⁾内幕交易人违反了全体投资者同等适用的交易规则,利用非法的信息优势向作为其交易对手的善意投资者转嫁风险,致使证券市场呈现出内在的不公平性,这与投资者参与证券市场的初衷完全不符。由于理性投资者通常是倾向于规避风险(risk-averse)的,而内幕交易这种侵权风险却是难以通过自身努力予以避免或者克服的,所以投资者如果事先知道内幕人是其交易对手,则必然会“模仿”内幕人进行相同方向的交易;⁽⁴⁷⁾即使其不能确定内幕人的交易决策,也会理性选择退出证券市场,避免成为内幕交易的受害者,无论如何投资者都不会在知道内幕人存在的情况下仍与其进行反向交易,这就说明内幕交易的有无对其他投资者的交易决策能够产生实质影响。对此,有观点认为,无论是否存在内幕交易,内幕人的交易对手都仍然会以同样的价格和其他投资者进行交易,⁽⁴⁸⁾进而否认内幕交易对投资者交易决策的影响。笔者认为,决策失误的投资者无论如何都会亏损与内幕交易是否侵犯其公平交易权益之间并无直接关联,例如,A家中财产在被B盗窃部分之后,又由于火灾导致全部毁损,显然不能以A的财产最终仍会遭受损失为由而否认B对其的侵害。就投资者因决策失误而导致的亏损而言,如果发生在所有投资者都依据公开信息进行交易的市场环境中,则属于其应当承受的正常市场风险,理性投资者对此也不会感到不公平;反之,如果发生在与内幕人进行交易的场合,则很难被归结为正常市场风险,否则证券市场也就不是公平诚信的市场。

概言之,内幕人非法利用预先获悉重大信息的优势与善意投资者进行交易,导致二者之间

(44) 详细分析,参见曾洋“内幕交易侵权责任的因果关系”,《法学研究》2014年第6期,第117页。

(45) 参见胡光志,见前注〔7〕,第158页。

(46) Kim Lane Scheppele, “It’s Just not Right: The Ethics of Insider Trading”, *Law and Contemporary Problems*, 123, 161(1993)。

(47) William J. Carney, “Signalling and Causation in Insider Trading”, 36 *Catholic University Law Review*, 863, 886-887。

(48) 耿利航,见前注〔5〕,第79页。

博弈基础及盈亏概率的严重不对等,直接损害了后者对于能够提供平等的竞争条件与相同的成败机会的证券市场的合理信赖,如此也就证成了内幕交易与善意投资者公平交易权受损之间具有事实上的因果关系。⁽⁴⁹⁾

(三) 公平交易理论之总结

通过上文分析,可以就内幕交易与善意投资者损害之间的法律关系得出如下基本认知:

第一,内幕交易是发生在二级市场当中的证券交易行为,与正常证券交易的唯一不同在于,内幕交易人以尚未公开的重大信息作为决策依据,而在此种信息依法公开之前,公众投资者是无法通过合法方式获取的,内幕交易的存在实际上是使得内幕人拥有了提前使用证券市场重大信息的特权。

第二,证券法公平原则的第一要义就是证券市场主体的平等,包括主体地位平等和机会平等,⁽⁵⁰⁾其对于证券交易当然适用。所有证券交易当事人的法律地位一律平等,没有正当理由不应给予任何主体以特别的优待。所有的证券交易参加者都能够公平地参与竞争,公平地面对机会和风险。⁽⁵¹⁾内幕交易人通过在公开之前使用重大信息的特权,消除了交易结果的不确定性,进而形成高于其他投资者的盈利几率,从根本上违背了证券法的公平原则,因此应将其所实施的交易定性为不公平交易行为。

第三,理性的公众投资者是基于对证券市场公平诚信的合理信赖,才作出相关交易决策的,反之,如果投资者事先知道证券市场中存在拥有使用未公开信息之特权的交易主体,则必然不会作出与其进行反向交易的选择。公众投资者虽然不享有对尚处于保密阶段的内幕信息的知情权利,但却无疑享有与其他交易主体在地位和机会平等的前提下进行公平博弈的权利。就内幕交易而言,尽管其形式上由交易系统自动撮合而成,与正常交易无异,但这并不能掩盖交易双方在决策基础和成败机会方面的实质不平等,处于劣势一方的善意投资者的公平交易权利并未得到真正实现,其由此产生的亏损属于因违法行为所导致的侵权损害,而非正常市场风险。

以上就是本文所倡导的公平交易理论的核心内涵,相较于反欺诈理论,公平交易理论更为契合内幕交易行为的本质,因而对内幕交易与投资者损害之间法律关系的解释更具科学性与合理性。在公平交易理论下,内幕交易人侵害了作为其交易对手的善意投资者的公平交易权,善意投资者因此遭受的损失与内幕交易之间具有因果关系,这就为受害投资者司法救济制度的确立提供了充分的依据。

(49) 关于因果关系的详细论证,参见王林清“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767页;以及曾洋,见前注〔44〕,第117页。

(50) 陈甦,见前注〔31〕,第64页。

(51) 李飞主编《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社2005年版,第7页。

三、内幕交易侵权损害赔偿制度的构建

在匿名交易、集中竞价的证券交易市场中,由于参与主体众多、换手频繁,交易的秩序就比交易的结果更为重要,如果允许随意变更已完成交易的效力,不仅破坏证券交易的稳定性、连续性、可预期性,损害众多善意投资者利益,更将扰乱整个市场的交易秩序。⁽⁵²⁾ 所以我国《证券法》第120条明确规定“按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果。对于交易中违规交易者应负的民事责任不得免除;在违规交易中所获利益,依照有关规定处理。”就通过合法交易市场完成的内幕交易而言,尽管其中一方主体严重违法,法律也维持其结果,不允许受害一方予以撤销。由此决定了对于受害投资者的救济方式就只能是损害赔偿,即金钱填补其所遭受的纯经济损失(pure economic loss),使其恢复到权益未被侵害之前的状态。在内幕交易受害投资者损害赔偿制度的建构中,请求权人的界定和赔偿数额的计算,无疑是最为核心的内容,也是我国当前司法实践所面临的主要难题。国外立法例对此也是分歧巨大,以致学理观点莫衷一是,进一步增加了该问题的复杂性。《证券法(修订草案)》第92条即是为破解这一难题而专门作出的规定。

实际上,内幕交易侵权损害赔偿与内幕交易危害实质和侵害投资者权益类型的界定密切相关,三者具有内在逻辑的一致性,应当予以协同构建,而非相互割裂。立法例和理论学说往往忽视这一根本原则,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。本文认为,既然公平交易理论对于内幕交易与投资者权益侵害之间关系的解释更为合理,那么也应当依此为指导构建内幕交易侵权损害赔偿制度,以期实现反内幕交易法律体系内部的逻辑自恰与和谐统一。

(一) 内幕交易损害赔偿请求权人的界定

享有内幕交易损害赔偿请求权的主体毫无疑问应当是内幕交易的受害人,即与内幕人进行对手交易并因此遭受损失的善意投资者。然而,不同于传统的面对面交易,现代内幕交易通常都是在集中交易的公开市场中进行的,由此导致认定内幕交易人的交易对手的难度大为增加。为应对这一挑战,各种界定内幕交易受害人的法律方案相继出现,依其内容实质,可以大体归纳为以下两种模式。

1. 实际交易对手模式

此种方案认为,只有那些与内幕信息知悉人进行直接交易的善意投资者,亦即,内幕信息知悉人所出售的特定证券的直接购买人,以及内幕信息知悉人所买入的特定证券的直接出售人,其所发生的实际损失才是由内幕交易所导致的,因此是内幕交易的真正受害人,才有权就

(52) 参见杨亮《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第334页。

其交易损失请求赔偿。此种方案由美国联邦第六巡回法院在 *Fridrich v. Bradford* 案⁽⁵³⁾ 判决中首先提出,并为加拿大、澳大利亚等国的立法所明确采纳。根据《加拿大商事公司法》第131条,购买或者出售相关证券的内幕人应当向该证券的“出售者或者购买者”赔偿损失。《澳大利亚2001年公司法》第1043L条也规定,只有向内幕人处分或者购入金融商品的投资者才有权提起损害赔偿诉讼。

应当承认,实际交易对手模式在于理论上最为科学,其与内幕交易的本质属性完全契合,内幕交易是一种使用违法信息优势的不公平交易行为,此种不公平的效果仅作用于其直接交易对手,而不及于其他所有投资者。因此,与内幕交易人的非法获利对应的是其直接交易对手的损失,二者具有事实上的因果关系。然而,此种方案在实践中却面临着严重的技术障碍。在集中交易的公开市场中,证券买卖双方互不谋面,各自委托证券公司发出交易指令,由证券交易所计算机主机根据“价格优先、时间优先”的原则进行自动匹配、撮合成交。通常而言,同时进行同一证券交易的双方投资者人数众多,而目前的技术条件尚无法精确确定某一交易者的直接交易对手,由此导致实际交易对手模式的适用困难。⁽⁵⁴⁾ 为弥补实际交易对手模式的这一缺陷,拟制交易对手模式应运而生。

2. 拟制交易对手模式

此种模式的构建逻辑为,虽然内幕交易人的实际交易对手无法逐一确定,但其所属群体的范围则是可以确定的,即其定包含在与内幕交易人同时进行反向交易的投资者当中,那么以后者来替代前者作为内幕交易损害赔偿请求权人,同样能够使得全部内幕交易受害人获得救济。于是,内幕交易人的同时反向交易者作为拟制的实际交易对手,被赋予了损害赔偿请求权。例如,《美国1934年证券交易法》第20A条明确规定,任何人在持有重大未公开信息时因购买或出售证券而违反本法和其项下规则或条例的,在任何有管辖权的法院提起的诉讼中,应对在违法购买或出售行为发生之同时(*contemporaneously*) 购买(当违法行为为出售证券时)或出售(当违法行为为购买证券时)同种类证券的任何人承担责任。拟制实际交易对手模式以其可操作性强及对投资者保护有利,受到一些国家和地区的效仿以及我国学者的普遍推崇。在此种模式下,损害赔偿请求权人界定的关键在于对“同时交易”的解释,对此主要存在宽严不同的三种进路。

(1) 未披露期间进路。美国联邦第二巡回法院于1974年 *Shapiro v. Merrill Lynch* 案⁽⁵⁵⁾ 中首次采取此种解释进路,认为损害赔偿请求权不应仅赋予内幕交易人的实际交易对手,而是扩展至与内幕交易人在“同一时间段内”(during the same period) 进行反向交易的所有善意投资

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

(54) See Hui Huang, "Compensation for Insider Trading: Who Should be Eligible Claimants?", 20 *Australian Journal of Corporate Law*, 14(2006).

(55) *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228, 237 (2d Cir. 1974).

者,而“同一时间段内”则是指“从内幕交易开始至内幕信息披露”。第二巡回法院的这一见解得到美国法律研究院的支持,后者在其起草的《联邦证券法典》第1073(b)条中规定,有权提起内幕交易损害赔偿诉讼的原告为,从被告购买或出售证券当日起至内幕信息公开期间内出售或购买同种类证券的投资者。⁽⁵⁶⁾此种进路所界定的内幕交易损害赔偿请求权人最为宽泛,将在内幕交易行为结束后至重大信息公开前这段期间内、从事反向交易的投资者都纳入进来,其主要理由为,虽然内幕交易的危害最初仅作用于实际交易对手,但如果实际交易对手在内幕信息公开前又将购买于内幕交易人的证券再次转手,那么此种危害就将传递给后手购买人,甚至会连续传递直至信息公开,所以,内幕交易结束后至信息公开前的反向投资者与实际交易对手一样,都是内幕交易的受害人,应当享有同等的诉权。⁽⁵⁷⁾我国也有学者建议采用此种最为宽泛的进路来界定内幕交易损害赔偿请求权人。⁽⁵⁸⁾

(2) 内幕交易当日进路。此种进路主张,拟制交易对手模式是为实现替代实际交易对手模式的目的而创设出来的,因此二者的适用效果不宜相差悬殊,如果允许在内幕交易结束后才开始进行反向交易的投资者获得赔偿,特别是在内幕交易和信息公开间隔过长的情况下,无异迫使内幕交易人向所有的反向投资者承担赔偿责任,则对其极为不公。⁽⁵⁹⁾因此,目前美国许多联邦地区法院已将《1934年证券交易法》第20A条中的“同时”限定为“同一天”。⁽⁶⁰⁾与此相似,我国台湾地区在2006年修改“证券交易法”时,对作为内幕交易赔偿权利人的“善意从事相反买卖之人”加入了“当日”的限定。⁽⁶¹⁾我国也有学者认为该解释进路不仅具有合理性,更具可操作性,值得我国借鉴。⁽⁶²⁾

(3) 交易时间一致进路。此种进路对于同时交易的解释最为严格,认为反向投资者的交易时间应当与内幕交易完全一致,即以内幕交易行为开始为起点,以其结束为终点。⁽⁶³⁾《证券法(修订草案)》第92条所规定的“内幕交易期间从事相反证券交易的投资者”实际上也属于此种进路。因此,界定损害赔偿请求权人的具体方法是:根据已经依照合法程序确认的内幕交易人的每一笔交易的交割单,公布其交易的证券、买卖方向、时间等细节,投资者以自己的交

(56) American Law Institute Draft Federal Securities Code (ALI Code 1980), § 1703(b).

(57) See Veronica M. Dougherty, “A [Dis]semblance of Privity: Criticizing the Contemporaneous Trader Requirement in Insider Trading”, 24 *Delaware Journal of Corporate Law*, 83, 136(1999).

(58) 赵万一,见前注〔8〕,第330页。

(59) Neil V. Shah, “Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental Fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability”, 61 *Rutgers Law Review* 791, 814(2009).

(60) See Langevoort, supra note 16, § 9:3.

(61) 参见刘连煜《新证券交易法实例研习》(第七版),台湾元照出版社2009年版,第442页。

(62) 参见马新彦“内幕交易惩罚性赔偿制度构建”,《法学研究》2011年第6期,第124页。

(63) 杨亮,见前注〔52〕,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。

割单与之比对,证券相同、时间一致、交易方向相反即可。⁽⁶⁴⁾

(4) 小结。本文认为,对于内幕交易损害赔偿请求权人界定问题,实际交易对手模式由于最为契合内幕交易行为的本质属性,因而最为合理。但囿于当前的技术条件,其预设效果难以完全实现,故此不得不采取其他间接的解决方案,较为可行的是以“可能”实际上与内幕交易人进行直接交易的投资者来代替实际交易对手。但是,任何替代方案都不应偏离内幕交易行为的本质属性,否则就可能矫枉过正,有违制度构建的初衷。从这个角度而言,无论未披露期间进路,还是内幕交易当日进路,对于同时交易的解释都超出了内幕交易的实施期间。而那些在内幕交易结束后才开始进行反向交易的投资者,其实际交易对手并非内幕人,而是同样对内幕信息毫不知情的善意投资者,双方交易的决策基础和成败机会都是均等的,并不存在不公平的事实基础。因此,这些投资者的交易亏损不是内幕交易侵害其公平交易权的结果,而系自身决策失误所致,属于正常的市场风险,不应由内幕交易人替其承担,否则就无异于强制内幕交易人对与其无关的公平博弈中的输家买单或提供投资保险,严重违背证券市场的风险自负原则。相比之下,交易时间一致进路所界定的拟制交易对手,在交易时间上与内幕交易人的实际交易对手完全一致,只是在人数上超过了后者,因为其通常也包括了与内幕交易人同时进行同向交易的投资者的交易对手,但这却是计算机技术原因导致无法精确剥离的结果。所以,与内幕交易时间完全一致的反向交易者是最为接近实际交易对手的,以其作为损害赔偿请求权人是当前条件下的较优方案,《证券法(修订草案)》第92条关于“内幕交易期间”的规定较为合理。至于非实际交易对手请求权人可能获得不当赔偿的缺陷,则可通过限制内幕交易人的实际赔偿数额的方法予以弥补。

(二) 内幕交易损害赔偿数额的计算

1. 赔偿范围的确定

侵权损害赔偿依其范围是否限于受害人的实际损失数额,可分为补偿性赔偿和惩罚性赔偿,前者仅赔偿受害人因侵权行为遭受的全部实际损失,后者的赔偿范围则可以超出甚至远远超出受害人的实际损失数额。⁽⁶⁵⁾这两种损害赔偿方式在内幕交易侵权领域也同样存在,例如,根据加拿大和澳大利亚的相关立法,内幕交易人应当赔偿其实际交易对手在该交易中所遭受的全部损失。⁽⁶⁶⁾而我国台湾地区“证券交易法”第157条之一则规定,“(内幕交易)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”,亦即赔偿请求权人可以主张最高数额为其实际损失三倍的惩罚性赔偿。在我国学者当中,对这两种赔偿方式也各有其支持者,多数学者认为应以受害投资者的实际损失数额来确定内幕交易人的赔偿范

⁽⁶⁴⁾ 曾洋,见前注〔44〕,第123页。

⁽⁶⁵⁾ 参见王利明“惩罚性赔偿研究”,《中国社会科学》2000年第4期,第118页。

⁽⁶⁶⁾ 参见《加拿大商事公司法》第131条、《澳大利亚2001年公司法》第1043L条。

围,⁽⁶⁷⁾ 不过也有学者主张借鉴我国台湾地区规定,赋予内幕交易当日从事反向交易的善意投资者请求其实际损失数额 2-5 倍赔偿的权利。⁽⁶⁸⁾

本文认为,惩罚性赔偿制度在内幕交易侵权领域并不具有适用性。首先,与补偿性赔偿的目的在于填补受害人损失不同,惩罚性赔偿实质上是一种利用私法机制实现本应由公法担当的惩罚与威慑目的的特殊惩罚制度,是一种旨在惩罚准犯罪行为的私法制度。⁽⁶⁹⁾ 而内幕交易不仅是民事侵权行为,同时也是行政违法行为和刑事犯罪行为,我国现行法律已对其课以没收违法所得、一至五倍罚款及罚金等惩罚性制裁⁽⁷⁰⁾,如果认为力度不够,可以提高其上限规定,无论如何也没有在民事责任中引入惩罚性赔偿的必要。其次,支持惩罚性赔偿的另一个重要理由是其具有激励私人执法的功能,即通过将执法权配置给那些信息收集费用低、发现成本低、时间更快捷的受害人,由他们实施法律要比政府实施更有成本优势,从而能够低成本、高概率地查处违法行为。⁽⁷¹⁾ 然而,惩罚性赔偿的激励私人执法功能在消费者权益保护、产品责任、食品安全、环境污染领域尚有可能实现,但在内幕交易领域则全然不同,内幕交易行为具有极其隐蔽性和高度复杂性,以致于拥有强大调查、取证能力的证券执法机关都难以发现和证明,更遑论普通投资者。投资者或其律师没有能力、也不大可能自己发起调查,相反只能借助执法机关的事前调查或处罚结果来提起诉讼,因此对于帮助执法机关发现内幕交易几乎没有作用。⁽⁷²⁾ 这种结果也不会因为赋予受害投资者惩罚性赔偿请求权而有任何改变。最后,惩罚性赔偿存在模糊民事责任与刑事责任界限的弊端,导致其适用范围和条件在国内外都受到了严格的限制。⁽⁷³⁾ 例如,我国《侵权责任法》第 47 条将惩罚性赔偿严格限定于造成严重人身损害的故意侵权行为,《消费者权益保护法》第 55 条则限定于提供商品或服务中的“欺诈行为”,亦即“恶意诱使他人陷入错误而为意思表示”。⁽⁷⁴⁾ 而在证券侵权行为中,对于具有明显欺诈特征的虚假陈述,法律尚且没有规定惩罚性赔偿,何况是不具有欺诈特征的内幕交易。就立法例观察,目前确立内幕交易惩罚性赔偿的只有我国台湾地区,但其主要原因则是相关行政责任的缺失,⁽⁷⁵⁾ 对于已有完善行政处罚制度的我国而言,似乎找不到对其效仿的理由。

故此,以实际受害人的全部损失作为内幕交易人的赔偿范围,最能体现民事责任的损害填

(67) 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 86 页;赵万一,见前注〔8〕,第 271 页;杨峰《证券民事责任制度比较研究》,法律出版社 2006 年版,第 306 页。

(68) 参见马新彦,见前注〔62〕,第 124 页。

(69) 朱广新“惩罚性赔偿制度的演进与适用”,《中国社会科学》2014 年第 3 期,第 116 页。

(70) 参见《证券法》第 202 条、《刑法》第 180 条。

(71) 参见谢晓尧“惩罚性赔偿:一个激励的观点”,《学术研究》2004 年第 6 期,第 84 页。

(72) 参见耿利航,见前注〔5〕,第 84 页。

(73) 张新宝、李倩“惩罚性赔偿的立法选择”,《清华法学》2009 年第 4 期,第 7 页。

(74) 朱广新,见前注〔69〕,第 105 页。

(75) 参见赖英照《股市游戏规则——最新证券交易法解析》(第二版),台湾元照出版社 2009 年版,第 570 页。

补性质,同时对双方当事人均较为公平,因为根据证券交易零和博弈特质,内幕交易人的违法所得(获得利润或者避免损失)与实际交易对手的损失范围相当。但这一赔偿方式适用的前提则是,内幕交易的实际受害人能够精确定义,正如前文所述,这在目前的技术条件下尚无法实现,与内幕交易时间完全一致的反向交易者中必然存在非实际受害人,这部分投资者的损失对应的是与内幕交易人同时同向交易投资者的获利,不应当由内幕交易人来赔偿。为避免内幕交易人承担额外赔偿及非实际受害人获得不当得利,有必要对请求权人实际损失的赔偿范围作出限制,对此,《美国1934年证券交易法》第20A条和《新加坡证券和期货法》第234条均规定,不得超过内幕交易人的违法所得数额。我国《证券法(修订草案)》第92条则将内幕交易人的赔偿范围限定为内幕交易违法所得三数额以内,这实际上仍是要求内幕交易人须对本应由投资者自负的正常市场风险买单,况且又缺乏美国法中关于行政处罚应从民事赔偿中扣除的类似规定,对于内幕交易人显然过于苛责。本文认为,美国和新加坡的规定更为合理,值得我国借鉴。具体而言,如果全体请求权人的实际损失总和未超过内幕交易人违法所得,可以获赔各自的实际损失数额;反之,则按照各自实际损失所占非法所得的比例获赔。当然,在后一种情形下,实际受害人也未能获得全部损失的赔偿,对其确有不公,但这并非内幕交易人所致,而是被无法精确剥离的非实际受害人所不当分得。对此只能通过由证监会以行政罚款建立补偿基金的方式予以救济,而不宜再由内幕交易人进行赔偿。

2. 请求权人实际损失的计算

在确定应当以请求权人的实际损失作为内幕交易人赔偿范围的原则后,如何具体计算请求权人的实际损失就成为内幕交易损害赔偿制度最为关键的问题,这也是实践当中难度最大和争议最多的问题。具体而言,当请求权人买入内幕交易人的证券时(此时内幕信息为利空消息),其实际损失为买入价格与另一较低价格的差额;当请求权人向内幕交易人卖出证券时(此时内幕信息为利好消息),其实际损失为卖出价格与另一较高价格的差额。无论哪种情况下,请求权人买入或者卖出证券的价格都是可以确定的,但另一较低或较高价格如何界定则不无疑问,综合当前域外立法例和我国学界观点,对此主要存在两种不同的计算方法。

(1) 以内幕交易未发生时的真实价格为基准

此种计算方法在美国被称为“净差额法”(pure out of pocket measure),是指请求权人实际交易的价格与该证券的真实价格之间的差额。⁽⁷⁶⁾这是美国法院在证券欺诈损害赔偿案件中计算原告实际损失的传统方法,其确立依据为,如果没有证券欺诈行为,请求权人仍会进行相同的交易,但其价格应更为合理。⁽⁷⁷⁾《新加坡证券和期货法》第234条即规定了此种计算实际损失的方法:请求权人的交易价格与“如果内幕交易未发生时该证券可能的交易价格”之差

(76) 参见王林清《证券法理论与司法适用:新〈证券法〉实施以来热点问题研究》,法律出版社2008年版,第298页。

(77) See Wang & Steinberg, supra note 20, pp.244-245.

额。我国学者也有支持此方法者,并建议应当以内幕信息公开时至之前的一段特定时间内的平均价格为该“真实价格”。⁽⁷⁸⁾然而,此种计算方法对于虚假陈述等典型证券欺诈案件尚有一定的合理性,对于内幕交易案件能否适用则明显存在疑问,因为其假设前提是证券欺诈行为会对证券市场价格产生显著影响,存在欺诈行为和未存在欺诈行为时的证券价格会有明显的差别,但这一结论很难在内幕交易中得到证实,内幕交易具有高度隐蔽性,通常不会影响证券市场价格,真正导致证券价格显著波动的是内幕信息的公开,而非内幕交易行为,内幕交易人只不过是抢在价格波动发生之前交易而已。所以,假设内幕交易未发生时的真实价格与实际交易价格可能没有多少区别,请求权人难以获得充分赔偿,反而使内幕交易人逃避了责任,其弊端显而易见。

(2) 以内幕信息公开后的合理价格为基准

此种方法在美国被称为“修正差额法”(expedient out of pocket measure),具体内容为,以实际交易价格与内幕信息被市场吸收后的合理价格之差额计算请求权人的实际损失。至于如何确定合理价格,一些立法例直接规定了计算公式:如加拿大规定为“内幕信息一般披露后20个交易日的平均收盘价格”,我国台湾地区规定为“内幕信息公开后10个营业日收盘平均价”。我国学者大多赞成此种方法,认为其更为合理且易于操作,同时建议以内幕信息公开后30个交易日的收盘平均价格作为合理价格。⁽⁷⁹⁾《证券法(修订草案)》第92条借鉴我国台湾地区的规定,以内幕信息公开后10个交易日的平均价格作为计算请求权人投资差额的基准。不难发现,此种方法所隐含的逻辑前提是,请求权人在与内幕人进行反向交易的当时,有权以充分反映了内幕信息的价格买入或者卖出证券,正是由于内幕交易导致其未能以此公平价格买卖证券,所以应由内幕交易人赔偿其差额损失。此种逻辑同样是以虚假陈述等证券欺诈行为作为分析对象的,⁽⁸⁰⁾却难以有效适用于内幕交易案件,因为任何投资者都不享有以内幕信息作为决策依据的权利,否则其自身就构成了内幕交易人,而不再可能成为内幕交易的受害人。以内幕信息公开后的证券价格为基准计算投资差额,无异于承认内幕人的同时反向交易者有权依据内幕信息进行交易,实际上是在禁止一部分人内幕交易的同时又认可了另一部分人的内幕交易,不仅对其他投资者显然不公,更违背了禁止内幕交易法律制度的根本目的。

综上,就证券投资者的实际损失计算而言,迄今为止没有一种方法是完美的,⁽⁸¹⁾由于证券的市场价格本来就是在多种因素影响之下形成的,所以内幕交易损害赔偿数额的计

(78) 参见马其家《证券民事责任法律制度比较研究》,中国法制出版社2010年版,第396页。

(79) 郭锋,见前注〔67〕,第86页;赵万一,见前注〔8〕,第272页。

(80) 我国目前虚假陈述损害赔偿制度中关于受害人实际损失的计算采取的就是这种方法,参见最高人民法院《关于审理因证券市场虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第31条、第32条。

(81) 彭冰《中国证券法学》(第二版),高等教育出版社2007年版,第363页。

算,“目标不是要达到数学上的精确,而是价值上的妥当”,^[82]亦即,“只能选择采用相对准确、公正的计算方法”。^[83]而所谓公正的计算方法,则应当是指与损害本身的性质相符的方法,否则无异于缘木求鱼。以此观之,无论以内幕交易未发生时的真实价格,抑或内幕信息公开后的合理价格作为计算投资差额的基准,都只是在简单照搬虚假陈述侵权损害的计算方法,而没有考虑内幕交易侵权的自身特性。虚假陈述行为通过公布不真实信息的方式,人为扭曲证券市场价格,侵害了公众投资者对于应当依法公开的重大信息的知情权,其本来应当以虚假陈述未发生时的真实(公平)价格进行交易,因此受害人有权要求侵权人赔偿实际交易价格与真实(公平)价格的差额。相反,内幕交易没有侵害同时反向善意交易者的知情权,因为其在交易当时无权知悉内幕信息,同时,内幕交易也没有扭曲证券市场价格,所以同时反向交易者无权要求以信息公开后的证券价格来计算投资差额。

根据本文所提倡的公平交易理论,内幕交易本质上是不公平的证券交易行为,亦即内幕交易危害的实质在于双方决策基础不平等而非内幕信息未公开,其所侵害的是同时反向善意交易者的公平交易权,因此受害人的实际损失应当是公平交易权而非知情权受侵害所导致的投资资金减少。而投资者公平交易权受侵害所导致的投资资金减少,应当以内幕交易发生后和未发生时的资金状况加以对比得出,亦即其实际买入和卖出相关证券的价格差额。具体而言,当内幕人的同时反向交易者买入证券时(此时内幕信息为利空消息),如果该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;如果该证券在起诉前未被卖出,则实际损失数额为买入平均价减去起诉前一段合理期间的平均价乘以证券数量。当内幕人的同时反向交易者卖出证券时(此时内幕信息为利好消息),其在内幕交易之前的资金状况应当是买入这些被卖出证券时所付出的资金,因此其实际损失数额应为买入平均价减去卖出平均价乘以证券数量。当然,内幕交易人也可以举证证明请求权人的损失是由于证券市场系统风险所致,以此减免自己的损害赔偿数额。

四、结 语

以损害赔偿为核心的内幕交易受害投资者司法救济制度的构建,与内幕交易的危害实质及其侵害投资者权益类型的界定具有内在逻辑的一致性,应当予以协同构建。《证券法(修订草案)》第92条所规定的内幕交易侵权损害赔偿规则,实际上是以将内幕交易定性为欺诈行为的反欺诈理论为构建基础,认为内幕交易侵害了公众投资者对于内幕信息的知情权,因此受害人有权要求内幕交易人赔偿其实际交易价格与吸收内幕信息后的市场价格的差额。然而,

[82] 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170页。

[83] 李国光、贾伟《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》,法律出版社2003年版,第157页。

与虚假陈述等典型证券欺诈行为不同的是,内幕交易既未侵害其他投资者的知情权,也没有对其投资决策造成误导,因此反欺诈理论的事实基础并不准确。

就危害实质而言,内幕交易属于使用非法信息优势的不公平交易行为,侵害了交易对手依据平等决策基础和相同成败机会进行公平交易的合法权益。依据公平交易理论,内幕交易损害赔偿请求权人应当界定为,内幕交易时间完全一致的善意反向交易者,其有权获得的赔偿数额为实际买入和卖出相关证券的价格差额,同时应以内幕交易人的违法所得数额为限。此种内幕交易损害赔偿数额计算方法,与现有其他方法相比,其突出优势并不在于结果更为精确,因为任何方法都无法精确计算出违法行为所造成的投资者实际损失,^[84]而在于逻辑更为合理,更为契合内幕交易行为的本质。既然内幕交易侵害了同时反向交易者的公平交易权,鉴于证券交易无法撤销、证券无法返还,那么损害赔偿的目的就是使受害人恢复到内幕交易未发生的资金状况,由此即可证成受害人在内幕交易发生后和未发生时的资金差额就是其实际损失数额。

总之,本文所构建的以内幕交易受害人认定、损害赔偿范围和计算方法等规则为主体内容内幕交易受害投资者司法救济制度,与公平交易理论保持高度一致,不仅能够实现我国反内幕交易法律体系内部的逻辑自恰与和谐统一,同时也有助于破解司法实践难题及维护广大公众投资者合法权益,进而推动我国资本市场持续健康发展及法治化进程。

Abstract: The precondition of setting up a judicial relief system for victimized investors of insider dealings is whether we could reasonably interpret the relations between insider dealings and investors' damages. Insider dealing is neither encroached upon the right to know of investors, nor is it misleading investors in their investment decisions, therefore it is not a fraud, which means the factual basis on anti-fraud theory is inaccurate. With regard to the harmfulness of insider dealings, it is actually an unfair dealing of utilizing advantages of unlawful information, which infringes the dealing party's legitimate rights and interests to a fair deal in the light of equal decision making basis and even chance of success or failure. In accordance with the fair deal theory, the party with the right of action for the recovery of damages from insider dealings should be defined as those in the reversing trade during the exact time of insider dealings, who are entitled to claim damages for an amount of the spread between buying and selling prices of related securities, without exceeding the upper limits of the insider dealers' illegal gains.

Key Words: Insider Dealing; Investors; Relief; Fair Deal

(责任编辑: 邓 峰)

[84] 同上注,第157页。