内幕交易与私权救济

冯　　果*

内容提要:本文主张对在证券交易中因内幕交易而受害的人予以私法上的救济。文章从行为主体、内幕信息、行为要件内幕交易者的主观方面对内幕交易行为进行了界定,并探讨了受害人的诉讼资格、归责原则以及赔偿标准、内部人短线交易责任等问题。文章最后强调,对于受害人的民事救济应当优先于罚金、罚款和没收非法所得。

关键词:内幕交易　私权救济　民事责任

一、问题的提出

在所有的商业交易中,证券交易最具有风险性。证券市场的脆弱性使得各国都要设立专门的机构来监督股票的发行和交易。尽管如此,证券市场上的内幕人交易等证券欺诈行为仍频繁发生。国外证券市场发展史告诉我们:"仅靠掌握内幕信息者的道德自律和社会舆论监督,是不足以防范和制止内幕交易的。只有运用法律手段进行规制,才可能产生强大的威慑作用。"[1] 为此,对证券交易中的内幕交易实施强有力的法律规制成为当代各国公司立法及证券立法的一大内容。

规制内幕交易的法律最早出现于30年代的美国。美国1934年证券交易法首次以法律的方式禁止包括内幕交易在内的各种证券欺诈行为,该法第10条(b)款及证券交易委员会(简称SEC)据此制定的规则10b-5,成为规制内幕交易的主要法律依据,同时也成为各级法院处理内幕交易案件最常用的法律条款。1984年内幕交易制裁法和1988年内幕交易与证券欺诈施行法问世后,对内幕交易采取了更为严厉的法律措施。[2] 日本在1948年制定证券交易法时,曾模仿美国,以禁止不正当交易的概括性规定规制内幕交易,但1953年证券交易法修正后,该条款几乎被弃而不用。面对丑闻不断的日本证券市场,立法当局不得不于1988年修订证券交易法时增定内幕交易规制条款。英国政府于1980年将内幕交易规范引入制定法。规范的范

---

* 武汉大学法学院讲师。

〔1〕 陈晓:《论对证券内幕交易的法律规制》,载梁慧星主编:《民商法论丛》第5卷,法律出版社1996年版,第89页。

〔2〕 1984年的内幕交易制裁法规定对内幕交易的最高罚款数额为25万美元,1988年的内幕交易与证券欺诈实行法提高了罚款金额,对个人的罚金可以高达100万美元,对法人的罚金则提高到250万美元。同时,对因内幕交易而违法犯罪者的刑期从5年提高到10年。参见前引〔1〕,陈晓文。

围后来通过 1985 年内幕交易法和 1986 年金融服务法有所扩大。最后一次变化在 1993 年刑法的第五部分。我国香港地区也以英国 1993 年前的立法为蓝本,制定了证券披露权益条例和证券内幕交易条例,上述两个条例均于 1991 年 9 月 1 日生效。[3] 我国证券法、禁止证券欺诈行为暂行办法等证券法律、法规也对内幕交易作出了相应规制。

尽管各国证券市场都为内幕交易等证券欺诈行为所困扰,并为此不断加强有关立法措施,但在救济的手段上却多注重公法手段之运用,如强调追究违法者的刑事责任和行政责任,对其私权救济问题,囿于举证责任、损失数额计算等方面的困难,而没有给以足够的重视。日本京都大学龙田节教授便认为日本的规制结构中欠缺对受害人的救济。[4] 美国 1934 年证券交易法的起草者也主要是从对证券市场实施监管的公法意图来拟定有关条款,当时并无赋予投资受害者民事诉讼救济的意图,[5]由此导致了司法上不少分歧。

虽然,让内幕交易者承担民事责任,对受害人实行私权救济,在世界范围内仍有诸多难题没有解决,不同的社会群体对其认识还不统一,理论界还存有纷争,但现行立法和司法中对私权救济淡漠的状况,已招致了不少学者和法官的批评。早在 50 年代初期,美国第九巡回法院就指出:"我们想不出有什么会比允许受证券欺诈的出售者或购买者向联邦法院寻求损害赔偿,更能打击确立的市场之外和违反政府规章的交易,更能确定阻止证券交易中的欺诈行为,从而使该法更加'合理地完善和有效'"。[6] 我国学者也认为"刑法和行政处罚重在遏制和打击内幕交易行为,恢复正常的证券市场秩序,但不能对内幕交易受害人提供足够的法律救济,使得侵害人与受害人之间已经失衡的利益关系得以恢复平衡。因此,只有对受害人进行民事救济,将侵害人的非法所得用于补偿受害人的损失,才能真正和彻底实现法律的公平和正义。"[7]

卢梭有句至理名言:"人性的首要关怀,是对其自身应有的关怀。"[8] 私权是一切权利的来源,关注私权,就是关注我们人类自身。笔者同样认为公权救济的仅仅是公共秩序,而不是对个人权利的救济。如果对秩序的保护最终不能救济私权,很难说这样的法律是完善的。因此,对具有浓郁的私法性质的公司法和证券法来说,肯定私法救济私权才是其应有的主旨。强化对于内幕交易的私权救济机制,无疑具有十分重要的理论和现实意义。特别是对于中国这样一个证券市场刚刚起步,法律又不完善的国家来说,更是如此。[9] 有鉴于此,本文拟对股票内幕交易行为的受害者的私权救济问题加以探讨。

二、内幕交易行为的认定

内幕交易(insider trading),是指掌握内幕信息的人,为获取利益或减少损失,利用内幕信

〔3〕 何美欢:《公众公司及其股权证券》(中册),北京大学出版社 1999 年版,第 943 页以下。

〔4〕 [日]龙田节:《内幕交易之禁止》,《外国法译评》,1995 年第 1 期。

〔5〕 See ABA Sec. of Corp. Banking & Bus. Law, *Conference on Codification of the Federal Securities Law* (1967), 22, Bus. Law p. 922.

〔6〕 Fratt V. Robinson, 203F 2d. 627. p632(9th, cir, 1953)。

〔7〕 前引〔1〕,陈晓文。

〔8〕 卢梭:《社会契约论》,商务印书馆 1982 年版,第 9 页。

〔9〕 我国证券交易机构营运已近十年。中国证监会处理内幕交易等证券欺诈案件已多起,但至今没有个人请求赔偿的诉讼发生。其个中原因自然很多,不少学者认为,法律的不可操作性使投资者无法起诉,恐是其中的一个重要原因。

息进行证券交易的行为。内幕交易是一种典型的证券欺诈行为。正确认定内幕交易行为,是当事人行使私权救济的前提,因此也是受害人私权救济机制的基石。判定某一交易行为是否构成内幕交易,应从以下几个方面来进行分析:

(一)行为主体

内幕交易的行为主体是指掌握内幕信息并依内幕信息进行内幕交易的人。从理论上讲,凡掌握内幕信息并依据该信息进行交易的人都应该成为内幕交易规则适用的对象。它不限于公司内部人员,还包括通过职业关系和合法途径获得内部信息的公司外部人员(后者有人称"公司外内幕人员"或准内部人),以及派生的掌握内幕信息人,即通过其他途径、手段获取并利用内幕信息进行证券交易的非内幕人员。美国司法界称之为推定的内部人(constructive insiders)。因此,内幕交易行为的主体并不仅仅局限于公司内部人员,而且其范围呈现出日益扩大趋势。

然而,关于内幕交易主体范围的界定,尤其是公司外内幕人员或派生的内幕人员的界定,的确是一个颇为棘手的问题,在国外的司法实践中长期存在争论。由于股票买卖本身就带有一定的投机性,所以关于通过其他途径获得了内幕信息的人可否有权利进行交易,便很难达成共识。美国第二巡回法院就曾认定在收购情况下,利用正在酝酿的、尚未公开的收购消息进行交易的非内幕人员不承担责任,如某人从出价人(欲收购企业)投资顾问处得知将要进行的出价,他可以交易而不必负责。其主要是基于股票投资的投机性考虑的。[10]当然,司法实践中过于宽松的解释,造就了一批靠未来出价消息获利的暴发户,哈雷利亚(Chiarella)可以说是其典型。[11]美国证监会在哈雷利亚遭到失败后,制订了《规则 14e-3》,明确禁止在收购情况下利用重要的未公开资料。规则的核心在于禁止出价人以外掌握正在酝酿中的收购消息的人买卖证券。[12]即便如此,鲍威尔(Powell)法官在德克斯(Driks)诉证监会一案的判决中,仍阐述了自己的不同观点,他认为:"并非所有接到泄露信息的人利用信息都招致责任。……接到泄露的人披露或弃权的义务是衍生的。只有在泄露人员是内幕人员且泄露不当时,他才负责。"至于泄露不当的标准是内幕泄露人获得了个人利益。在该案中,由于资料不是由公司内部人员为个人利益透露的,透露给德克斯(Driks)时也未期待他保密,故而免除德克斯的个人责任。[13]日本也有学者认为,作为内幕交易主体的受密人(tippee)应该以从传统的公司内部人和基于职业和控制关系,获悉信息的准内部人处直接取得尚未公开的信息,即第一信息受领人为限。[14]我国台湾学者林国全先生也认为受密者成为内幕交易的主体,应该以前述的内部人有意告知而获悉消息为限,消息受领人还需认识到自己是从内部人或准内部人处接受消息且此信息为法律所规定尚未公开的重要事实。其他如关于投资分析员及依外部产生的与相关公司或证券有关的信息进行交易的政府官员的认定问题也一度困扰着美国的司法界,在实践中多依据普通法中信托理论来追究相关人员的责任,而不直接援引内幕交易的有关规则。

我国证券法第 67 条规定"禁止证券交易内幕信息的知情人员利用内幕信息进行证券交易。"第 68 条通过列举的方式进一步明确知悉证券交易内幕信息的知情人员的范围。从证券

---

〔10〕 Moss V. Morgan Stanley Inc. 719 F2d 5 (2d ,cir. ,1983)

〔11〕 United States V. Chiareua ,588F 2d 1358(2d ,cir ,1978)

〔12〕 United States V. Chiarella ,588 F 2d 1358 (2d ,cir. ,1978)

〔13〕 Dirks V. SEC ,463 US 646 ,103 S. G. 3255 ,77L. ED. 2D911(1983)

〔14〕 前引〔4〕,龙田节文。

法和《禁止证券行为暂行办法》第 5 条、第 13 条等规定来看,内幕交易行为的主体似应包括内幕人员和以其他途径、手段获得并利用内幕信息进行交易的非内幕人员。这种规定将派生的掌握内幕信息人也纳入了内幕交易主体的范围的做法与美国的有关立法极为近似,也与国际立法趋势相吻合。但正如我们前面所分析的,对于通过合法途径接触到内幕信息的公司外内幕人员利用内幕信息进行股票交易,是否应承担责任,则恐怕不是一件易于认定的问题,须在实践中予以具体把握。

(二) 内幕信息的界定

内幕信息的界定,对于认定内幕交易是否成立具有至关重要的作用。依我国现行规定,内幕信息是指"涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。"[15] 学界多认为其由三要件所构成:(1) 只有内幕人知悉;(2) 尚未公开;(3) 信息具有重要性。[16] 其中,尚未公开(未披露) 和重要性为判定是否为内幕信息的最重要的两个标准。

1. 未披露标准

未披露是指信息尚未公开,内幕信息当是内幕人员之外的人无法公开得到的信息,已经公开的信息和资料不可能构成内幕信息。未披露或尚未公开是构成内幕信息的首要条件。但如何认定信息是否已经公开,却并非我们想像的那么简单。

依据西方有效市场理论,当某一信息对市场产生有效影响时,该信息才算公开。一般认为信息公开的标准有三:(1) 在全国性新闻媒介上公布该信息;(2) 通过新闻发布会公开信息;(3) 市场消化了该信息,即市场已对该信息作出了反应。然而,采取何种标准世间并无定论。即使在美国,不同的判例也有不同的认定。一般认为,给内幕信息的公开提供一张具体统一的时间表是不现实和不必要的。衡量信息是否公开应综合考虑信息本身的内容和性质、发行公司的规模及知名度、交易证券的活跃程度、通讯手段的技术水平及信息抵达普通投资者的速度及交易方式、证券市场对信息的反应等因素,采取个案处理的方式予以解决。但由于掌握内幕信息的人早有准备,而普通投资者面对内幕信息的突然公开可能措手不及,无力应付。因此,只有在市场对信息公开作出反应后或经过合理时间证明信息已被市场有效消化后,才应该允许事先掌握内幕信息的人进行证券交易。[17]

2. 重要性标准

内幕信息并非指公司尚未公开的所有信息,而只有那些重要的、可能对公司证券市场价格有重大影响的尚未公开的信息才称之为内幕信息。然而,重要性也同样是一个法律和事实混合的问题,涉及将法律标准适用于特定事实的棘手问题。在英美法国家,对重要性的评判主要由陪审团决定。[18]有法庭曾认定重要资料包括"在合理及客观考虑下可能影响公司证券价值的消息。"更概括的标准是一个有理性的人在作决定时可能或将会认为是重要的信息。但是无论是"可能"或"将会",消息是否重要完全视环境而决定。因此,有人认为重要性是联邦证券法中最不可预测、滑不留手的概念。[19]鉴于此,在国外很少有国家将重要性采取单纯列举式的立法方法,而是赋予了相当大的灵活性。我国证券法及其他行政法规对衡量信息重要性采取了

〔15〕《证券法》第 69 条。

〔16〕前引〔1〕,陈晓文;楼晓主编:《中华人民共和国证券法释义》,中国方正出版社 1999 年版,第 93 页以下。

〔17〕前引〔1〕,陈晓文。

〔18〕TSC lndustries lnc V. Northway lnc,426. US438,P450.

〔19〕SEC V. Bausch & Lomb lncorporated,565 F 2d 8,p10(1977).

列举式的立法体例,[20] 在一定程度上克服了英美法国家重要性标准过于抽象和模糊的缺陷,便于理解和执行。但是,其缺点同样是显而易见的。因为重大信息的具体形态千变万化,难以穷尽,通常需要根据案件的具体情况方能对其重要程度作出判定,所以,有时反而会出现"规定越具体,个案的妥当性越差"的问题。对此陈晓先生在《论对证券内幕交易的法律规制》一文中作了相当精辟的分析。他认为,立法者和法学家应"在这两方面谋求平衡:一方面使法律规范不要过分抽象和概括,以致不能成为司法审判的指引;另一方面又必须具有一定的概括性和抽象性,以适用于一系列的同类案件而不是仅适用于少数或个别案件。"主张采取概括性规定与列举式规定相结合的立法体制,即"先对信息重要性的标准予以概括规定,然后列举各种可能情形,同时注意发挥法解释学和法官能动性审判的功能。"[21]

(三)行为要件

内幕交易必须以掌握内幕信息的人不当利用信息为要件。至于利用内幕信息的行为方式具有多样性。根据我国现行规定及学者的理解主要包括以下几类:(1)内幕人员利用内幕信息买卖证券或建议他人买卖证券;(2)内幕人员向他人泄露内幕信息,使他人利用该信息进行内幕交易;(3)非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息,并根据该信息买卖证券,或建议他人买卖证券。所谓不正当手段可理解为骗取、套取、偷听、监听、窃取等。因此,行为人是否利用信息进行交易并非构成内幕交易的必备条件,即并不要求非公开信息与交易行为之间有内在的关联关系和因果关系。只要内幕信息掌握者有不当利用内幕信息的情况(包括亲自实施交易、指使他人实施交易及泄露信息等)就可成为内幕交易的责任主体。

(四)内幕交易者的主观心态

内幕交易是一种证券欺诈行为。作为一种欺诈行为,应以主观上故意为条件,即明知行为具有违法性却仍然为之。包括故意隐瞒内幕信息并据此进行证券交易和故意向他人提供内幕信息或窃取内幕信息并据此进行证券交易两种情形。[22]在厄恩斯特诉霍克费尔德(Ernst & Ernst V. Olga Hachfelder)一案中,美国最高法院确立了在民事损害赔偿诉讼中,疏忽本身不足以招致内幕交易责任的审判原则。[23]如果被控人能够证明自己错误地认为该重要信息已经公开,或由其交易行为可以合理地推知他认为这些信息不重要,则故意条件不成立,不得追究其责任。但是,在特定情况下,严重的或不可饶恕的疏忽(more than simple or inexcusable negligence)也可能成为承担责任的理由。[24]

值得注意的是,这里的主观故意,是指行为人明知其行为违法而为之的主观心态。"营利动机"并不是构成内幕交易的必要条件。的确,在西方国家,"缺乏营利动机"(如因必要而出售、交易的真正理由与获利或避免损失的意欲或意图完全没有任何关联等)常成为抗辩理由,[25]但一般认为这个抗辩理由只适用于交易案而不适用于泄露案。[26] 因为即便内幕信息掌握者没有获利甚至不具有营利动机,也不能排除交易相对人因内幕信息掌握者滥用内幕信

---

[20] 证券法第69条,及《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条。

[21] [22] 前引[1],陈晓文,《民商法论丛》第5卷,第96页以下。

[23] Ernst & Ernst V. Olga Hachfelder, 425 US 185, P210(1976).

[24] SEC V. Sothwest coal & Inergy go., 624 f. 2d 1312, 1321n c 5th cir. 1980.

[25] John Morris Cross (1990) 91 Cr. App. R. 115 (英上诉院): Yanion, *Report of the Insider Dealing Tribunal of Hongkong on Public International Investment limited* (Hong Kong: 1995), pp82 - 83.

[26] *Report of the insider Deding Tribunal of Hong Kong on Success Holdings Limited* (Hong Kong: 1994). P82。转引自前引[3],何美欢书,第960页。

息而受损的可能。[27]因此,笔者认为,只要内幕信息掌握者不当利用信息并给他人造成损害,就应该承担损害赔偿责任。其行为动机可以不为所问。

三、诉讼资格问题

谁有权利提起赔偿之诉及有权利向谁提起诉讼是内幕交易私权救济的一个重要理论问题。这一问题迄今仍未得到彻底解决。在内幕交易中受损的公众投资者有资格提起赔偿之诉,对此人们并无歧议。争论较多的是因内幕交易而受损的公司及证券经纪人是否可以提起赔偿之诉。持否定意见者的理由主要是:(1)公司自己既然不能利用内幕信息进行交易,那么公司内部人员进行交易就不存在剥夺公司的机会问题;(2)允许公司自己起诉,内部人员将面临承担双重责任的危险;(3)对内幕交易已有足够的补救。[28]持肯定意见者则认为,"只要涉及董事,只要公众发现董事参与了不道德行为,公司的地位和声誉就会被玷污。"因此,公司可以成为诉讼主体。[29]在德蒙德诉奥雷亚穆诺(Diamond V. Oreamuno)一案中,法院认定董事和高层管理人员进行内幕交易违反了其对公司的受托信义义务,其收益应退回公司。[30]至于证券经纪人由于不常因客户的操纵交易受到损害,故不引人注意,但通说认为,一旦他们利益受到损害,没有理由不予以补偿。[31]目前,我国大陆学者对此尚未进行认真研究,笔者认为,凡是因内幕交易而受损的人(无论是公众投资者、还是公司或其他人)均可提供赔偿之诉,只不过其适用的理论依据有所不同而已。公众投资者主要是基于投资者平等获得资讯的权利受到侵犯,而控股股东、董事等内部人员对公司承担责任是基于其受托信义义务的违反。但其基本点却是相通的,即均源于对"诚实信用"这一最基本的民法原则的违反。

但是,即便如此,确定谁能当原告仍是实务中难以把握的问题。因为股份公司尤其是上市公司股东身份具有极强的变动性,有的现在还持有投票,有的可能在公司证券停牌前已将股票卖出而失去了股东身份,而且很难证明自身利益受损与内幕交易有直接的因果。但是我们认为,难以操作并非不可操作。在美国立法和司法实践中奉行同时交易者说,该学说认为只要内幕交易人隐瞒信息与相对人交易,那么在同一时间进行相同证券交易的同时交易者,均可提起损害赔偿之诉,即便是现在没有股东身份,也可以通过证券交易所的电脑终端储存的交易记录来甄别过去曾有的身份及损失。

与上述问题相关联的是,受害者有权向谁提起诉讼或寻求救济的问题。实施内幕交易行为者成为责任主体当不存在理论障碍。问题是,上市公司可否成为被告并对受害者承担责任?对此,人们的认识并不统一。依传统理论,能够成为原告和被告的应当是与证券交易有关的一方交易主体,即证券的实际购买者。公司并非证券交易主体,所以不能成为被告。在美国证券交易委员会诉德克萨斯海湾硫磺公司(SEC V. Texas Gulf Sulphur Co.)一案中,被告即以此为由提出抗辩,认为它与证券交易无关,《规则 SEC10b-5》对其不适用。但法院拒绝采纳其主张,

---

[27] Lewis d. Soomon, Donald E. schwarte, Jeffrey bauman, *Corporations law and policy*, West Publishing co. p1255, (1988).

[28] Freeman V. Decio, 584 F 2d 186 PP. 194 - 195.

[29] Schein V. Chasen, 478 F 2d 817(1973).

[30] Schein V. Chasen, 478 F 2d 817 PP. 822 - 823(1973).

[31] Wang, *Trading on Material, Non Public Information on Impersonal Markets: Who is harmed, and Who can Sue whom Under SEC Rule* 10b-5, 54 S. Cal L Rev 1217, (1981).

认为在非面对面(non face to face)的证券交易情况下,内部人并不需作任何说明,相反公开相关信息的义务主体为上市公司。[32]在随后发生的希特诉 魏特恩(Heit V. Weitzen)一案中,第二巡回法院,同样将"与交易有关案件"(in connetton with puchase or sale)作了扩张解释,扩大适用于公司没有直接向公众公布信息和有意误导公众投资者等情形。[33]可见,公司在特定情况下,不仅可能而且也应该成为责任主体。也只有这样,才能更有效地保护投资者的利益。当然,公司在对受害人实施救济之后,当保有向内幕交易者追偿的权利。

四、因果关系与过失推定

根据以人的事业活动自由为前提的传统观点,基于侵权行为,追究损害赔偿时,受害者必须严密地证明加害行为是损害发生的原因。如果以可能是损害发生的原因就立即让人负担损害赔偿责任的话,最终将很难保障人的活动自由。所以,所谓"怀疑不罚"的原则,被学者认为是以尊重个人自由为基调的近代法的一般原则。据此原则,受害者不仅需证明损害事实存在,而且还需要证明被告的行为是造成损害的原因,即如果他知道事实真相,他将不会从事交易,也就不可能造成损失。但是,由于证券交易的特点所决定,提起损害赔偿之诉的原告,在证明损害所在及损失与内幕交易行为之间因果关系问题上存在着较大的困难。因此,民法中关于因果关系之规定和民事诉讼法中有关举证责任的规定均很难适用于内幕交易的民事赔偿问题。在审理该类赔偿案件中,国外多采取举证责任倒置或因果关系推定原则。如果被控者无反证证明投资者的损失是由其他原因造成的,将推定事实上的因果关系存在,被控者将承担民事责任。这无疑为受害者主张权利提供了便利。同时,证券赔偿责任也多采取过失推定原则,因为证券欺诈在行为方式上都属于隐蔽性的"暗箱"行为,很难判断当事人的预期心理状态,所以采取举证责任倒置,免除原告对此的举证责任,也符合实质正义的要求。

五、赔偿额的确定标准

损失及赔偿额的确定一直是内幕交易私权救济制度实施的一大障碍,也是不少人反对内幕交易受害者实施民事救济的一大理由。"因为原告和判予的赔偿额的数字对被告所获取的收益来说简直是天文数字,所以对违反《规则 10 b-5》之行为无限地扩大民事救济,将不可避免地导致不公平和无法操作的局面。"[34]而且不少跟进买入股票的人完全是为了投机,投机者对市场可能的风险是应该负预期责任的。投资者的损失通常包括两部分:一部分是因内幕交易行为导致股价下跌或上涨造成的损失;另一部分是股市正常的价格波动造成的损失。让内幕交易者对后者承担责任显然是不公平的。问题是法官如何确定正常的价格波动?更何况专业的股评家都很难作出准确的股价预测。因此,在赔偿额的计算上,人们只好放弃通常诉讼的计算方法,寻找适合证券侵权赔偿的特殊理赔制度。

从理论上讲,计算赔偿额的方法有以下几种:(1)实际价值计算法,即赔偿金额应为受害者

〔32〕 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co,401 F. 2D 833(2d cir,1968).

〔33〕 Heit v. Weitzen,402 F. 2d 909(2d cir,1968).

〔34〕 Fridrich V. Bradford,542 F 26 307(6th. ,cir,1977)

进行股票交易时的价格与当时股票的实际价值之差额。但如前所述,这一方法的难点是股票的实际价值难以证实。(2)差价计算法,即赔偿金额应为股票交易时的价格与内幕交易行为暴露后一段合理时间的股票价格之差额。但如何确定一段合理时间是其困难所在。有学者设计出如下方案:①以真实信息公告前一日的股票收盘价减去虚假信息公告前一日的收盘价,以两者之间的价差为每股的损失,每个原告持有的股份数乘以每股的损失即为应得的赔偿额;②以虚假信息公告后至真实信息公告前一段时间的股票收盘价的加权平均价作为基准价,减去恢复上市交易后一周内的加权平均价,以两者之差作为每股的损失。[35] 目前,加拿大证券法即采此种模式,该法规定,对于内幕交易在信息公开后 20 个营业日收盘平均价差作赔偿额。[36] ③实际诱因计算法,即内幕交易者只对其行为造成的股票价格波动负责,对其他因素引起的那部分股票价格波动不负赔偿责任。这一方法同样面临着如何确定各种不同因素对证券价格的影响及影响程度的难题。④非法所得计算法。赔偿金额限定在内幕交易者的全部非法所得,包括获得的利益或减少的损失。美国 1988 年内幕交易与证券欺诈施行法即采用此例。该法第 20A(b)项规定:"(1)依(a)款所判处的赔偿总额不得超过违反标的交易所带来的利益或避免的损失。……"这是一种简便可行又不失公正的确认方法,倍受英国评论界及我国学者的青睐。[37]

六、内部人短线交易责任

由于公司的内部人员(包括公司董事、监事、经理等高层管理人员及大股东)在公司信息占有方面处于优势地位,且证明其利用内幕信息进行证券交易颇具难度,所以不少国家和地区对公司内部人的证券交易行为赋予特殊规制规则,其主要形式是内部人短线交易条款。

所谓内部人短线交易(short swing trading),是指上市公司内部人(包括公司董事、监事、经理及持有法定比例股份以上的大股东),在法定期间内,对公司上市股票买进后再卖出、或卖出后再买进的行为。内部人短线交易的法律约束,源于美国证券交易法第 16 条(b)项。依此款,上市公司主要受益股东、董事、高级职员于不满 6 个月的期间内,对发行人的股票(豁免证券除外)进行短期交易,不论上述内部人在交易股票时,是否有持有 6 个月以上或于 6 个月内买入或出售股票的意图,因此所获利益当归于上市公司。利益归入权的行使由发行公司为之。本条的立法目的是防止内部人凭借特殊地位,滥用公司内幕信息,买卖股票谋利,影响证券市场公平性和投资者利益,进而维护公司利益。其归责特征是,运用客观归责标准,确定行为人的法律责任,即只须证明公司内部人在不足法定期间(6 个月)内买卖股票,短线交易即为成立,至于内部人实际是否利用内幕信息,或意图在买进后 6 个月卖出股票均非所问。[38]尽管有人认为"禁止内部人在买进或卖出股票后法定期限内从事一切与该上市证券相关的买卖行为,不

---

[35] 王卫国主编:《中国证券法破产法改革》,中国政法大学出版社 1999 年版,第 182 页。

[36] 《加拿大证券法》第 131 条第 6 项。

[37] Harry McVea, *Fashioning a System of Civil Penalties for Insider Dealing: Sections* 61 *and* 62 *of the Financial. Services Act* 1986(1996)JBL 344, P353. 另见前引[1],陈晓文。

[38] 此项为美国证券交易法第 16 条(b)项起草人 Thomas G. Corcoran 向参议院作证时的说明。见 *Hearings on Stock Exchange Praictices before the Senate Committee on Bank and Currency*, 73d. Cong, 2d Sess 6557(1934) See Gadsy, idpp8 - 5.

问是否利用国内幕信息,不利于证券持续流通,有悖市场效率原则,对内部人也有失公平。”[39] 但由于内部人是否利用内幕信息证明问题上的困难,使得利用客观归责标准成为必要,而从该条款适用绩效上看,也确实起到了事前吓阻的作用,故日本、我国台湾等不少国家和地区也还是纷纷予以效仿,制订内部人短线交易条款。[40] 我国国务院发布的《股票发行与交易管理条例》也作了近似规定。《条例》第 38 条规定:“股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司 5 %以上有表决权股份的法人股东,将其所有的公司股票在买入后 6 个月内卖出或者在卖出后 6 个月内买入,由此获得的利润归公司所有。前款规定适用于持有 5 %以上有表决权股份的法人股东的董事、监事和高级管理人员。”但由于规定过于简单,所以该规则基本上处于废而不用的状态。下面结合国内外的有关规定,略作评析。

(一) 关于内部人员的范围

与美国、日本等立法相比,我国现行立法在内部人员的范围界定,尤其是大股东的认定上,存在两个特点:(1) 将发行公司的自然人股东排除在内部人员范围之外。按美国法,持有公司 10 %以上股票的股东,属于传统内部人的范畴,在日本和我国台湾地区持股 5 %以上者属内部人员。但按中国法,任何自然人不得持有一个上市公司 5 %以上的发行在外的普通股。[41] 因此,任何个人均不可能对一家上市公司取得控制地位,由控制而获得内幕信息的可能性大为降低。由此看来,将自然人排除在内部人员范围之外而不适用内部人短线交易条款是有道理的。但是,正如有的学者所指出的,由于外国和港澳台地区的个人持有人民币特种股票和在境外发行的股票,不受上述 5 %的比例限制,因此这些人可能持有相当比例的股份而成为控股股东,所以将自然人完全排除在内部人范围之外并没有道理。[42] (2) 将持有发行公司 5 %以上有表决权的普通股的法人股东的董事、监事和高层管理人在法定期内的卖出买入行为亦视为短线交易行为而受制于该条款,即通过列举的方式将上述人员界定于内部人的范围之内。应该说,这一扩大适用具有其合理性。不过在国外,除股东以自己身份持股外,尚有以配偶、未成年子女、共同生活家属、合伙人、信托人的名义持有股份者,概称为股权受益所有人。在司法实践中,对其股份与股东所持有的股份通常合并计算。超过法定持股数额者仍同样列入了约束之列。[43] 由于短线交易行为方式的多样性,逐一列举恐难以穷尽,所以笔者认为用美国证券法中有用持股收益人(包括直接或间接的收益人)取代“股东”一词更为妥切,其规制面也将更宽。

此外,应注意的是,董、监事及高层管理人员身份起止期与短线交易具有重要关系。如果一人在取得董、监事等身份之前买进股票,之后卖出股票;或者买进股票时具有上述特殊身份,之后辞去职务,再行卖出股票,那么是否受制于上述条款呢?笔者认为,上述情形若发生在法定期限之内,均有利用内幕信息之可能,应适用短线交易条款。至于作股票买进或卖出行为时,均不具有董、监事身份,但两交易行为之间,交易者曾具有上述身份这种情形,笔者认为不宜作出适用或不适用的简单答问题。如果在其任职期间有获取内部信息的可能性,而其后之卖出行为有利用内幕信息的可能,也应纳入约束范围。问题是如何证明这种“可能”是极为棘

---

[39] 杨志华:《证券法律责任制度研究》,梁慧星主编:《民商法论丛》第 1 卷,法律出版社 1994 年版,第 219 页。

[40] 日本《证券交易法》第 189 条,台湾《证券交易法》第 157 条。

[41] 参见《股票发行与交易管理暂行条例》。

[42] 前引[1],陈晓文。

[43] Louis loss: *Fundamentels of Securieies Regulation*, p. p. 569 - 574,转引自梁慧星主编:《民商法论丛》第 1 卷,法律出版社 1994 年版,第 220 页。

手的,因此为了增强法律的威慑力,并便于操作起见,笔者倾向于对董、监事及高层管理人员采取扩大解释,采取客观归责标准,即扩大适用上述所有情形。尽管,这对于上述人员有过于苛刻或有失公平之嫌。

(二)内部人员的申报义务

美国证券交易法第 16 条(a)款要求董事、高级职员和大股东应于该种股票在全国性证券交易所注册时,或在依该法第 12 条(g)款提交的注册报告生效日,或在其成为受益人、董事或高级职员 10 日内,向委员会提交他作为受益人的所有股票的报告,在之后的每个月结束后 10 天内,如果该月这种受益权发生变化,还向委员会提交报告,说明在该月底其拥有的受益权及该月其受益权的变化。[44] 英国应科恩委员会和詹金森委员会的建议,于《1967 年证券法》中规定了董事等的持股情况及股份交易披露义务。我国《股票发行与交易管理条例》也实行强制披露义务,要求上述人员向证监会、证券交易所和该公司报告其持股情况,持股情况发生变化的,应自该变化发生之日起 10 个工作日内向证监会、证券交易所和该公司作出报告。证监会应当将其提供的报告及时向社会公开。[45]

(三)关于归入权问题

当内部人实施短线交易行为时,其利益所得归公司所有,上市公司可以对交易利益行使归入权(disgolgeinent)。归入权的性质存有形成权与请求权两种不同的理解,但多数学者倾向于形成权说,即认为归入权的目的,是对内部人短线人交易利益所有权的否定,系使法律关系发生变更的形成权。[46] 归入权的行使涉及到行使主体、行使期间、归入利益的计算等诸多技术问题。因此,美国、日本、台湾等国家和地区对此都作了具体规定。

1. 关于行使主体。归入权的行使主体为公司本身,自不待言。但何人代表公司,行使归入权则不无问题。依法律规定,公司董事为其代表人自应代表公司行使归入权,监事会作为公司监察机关,在涉及公司与董事及高层管理人员的争讼中也有代表公司之权力。但由于董事、监事的特殊地位,在其受益的情况下,让其代表公司来否定其既得利益恐免为其难,所以在规定了归入权的国家和地区也大都规定了股东派生诉讼等制度,在董、监事怠于行使其职权时,赋予股东代表公司行使权利。美国证券交易法第 16 条(b)款规定,对于利益的请求,由发行人依法律或依衡平法向管辖法院以诉讼方式行使,或者由该发行人的股东,于发行人请求后 60 日内,该发行人未能或拒绝提出诉讼或发行人不愿积极追诉时,以发行人名义向法院请求。台湾“证券交易法”第 157 条规定,公司董事会、监察人有义务代表公司行使归入权,如怠于行使,股东得以 30 日之期限请求董事或监察人行使。逾期不行使时,请求之股东得为公司行使归入权。日本证券交易法第 189 条作了类似规定。

2. 除斥期间。为了维护交易秩序,督促权利人及时行使权利,各国立法均规定归入权行使的期限,美国及我国台湾均要求公司须在内部人获得利益之日起两年内行使。股东代表公司行使归入权时,须先请求董、监诉讼,而董监怠行职责超过法定期限后,方可行使(美国法规定期限为请求后 60 日,台湾地区规定期限为请求后 30 日)。但在美国司法实践中,如果公司董事怠行归入权临近归入权行使期限届满时,股东发现短线交易事实,则可超越对董、监之请

[44] 参见徐冬根等编:《美国证券法律与实务》,上海社会科学院出版社 1997 年版,第 372 页以下。
[45] 参见条例第 62 条、第 64 条。
[46] 参见梁慧星主编:《民商法论丛》第 1 卷,法律出版社 1994 年版,第 221 页以下。

求及期限限制,迳行行使归入权。[47]

七、余　　论

建立内幕交易的私权救济机制是一个庞大而复杂的系统工程,涉及到不少观念的更新。有学者曾从"私法优先于公法"的角度,探讨了民事责任条款的适用顺序问题,认为民事责任条款适用应优先于罚金、罚款、没收非法所得等经济性的行政和刑事处罚,在违法者的财产不足于同时满足上述三种责任的实现时,应首先实现民事救济。[48] 我国证券法第 207 条所体现的"民事赔偿责任优先"这一原则同样应该适用于内幕交易行为。值得注意的是,美国司法实践所确立的证券欺诈损害赔偿金制度便是完善私权救济的一项可行制度。美国证券会通常将所收回的金额放在一个暂保帐户上,用来支付因内幕交易受损害的公众。[49] 美国"虚假证券大王"迈克尔·米尔肯同样在政府的指控压力下,拿出 4 亿美元基金用于补偿因他的犯罪而受害的投资者。[50] 由此也可以看出,其对公众投资者私权的重视。对证券业刚刚起步的中国而言,对内幕交易私权救济问题进行系统研究显得尤为迫切和必要,如果没有完善而有效的私权救济机制,那么法律就只会成为侵权者的帮凶,而我们法律工作者也将难辞其咎。

Abstract : This paper stands for that the victims in insiders trade should be relieved by private law. It defines the subjects, inside information, conduct of trade, intention or negligence of the traders. It also inquires into the procedure status of a victim, the criterion of liability and the liability of inside traders. By the end, the author emphasizes that civil relief should be in the priority place, comparing to other punishments.

[47] 参见梁慧星主编:《民商法论丛》第 1 卷,法律出版社 1994 年版,第 221 页以下。
[48] 前引[1],陈晓文。
[49] SEC V. Texas Gulf Sulphur Coh. 401 F 2d 833 (2d, cir, 1968)。
[50] [美]玛丽亚·S·博斯等:《对白领犯罪传统观念的挑战》,《外国法译评》1993 年第 4 期。