# 内幕交易惩罚性赔偿制度的构建

马新彦 *

**内容提要：** 惩罚性赔偿的数额高于一般损害赔偿的数额。该高出的数额赔偿的是侵权行为对受害人权益和社会整体利益造成的无法用金钱衡量的无形损害。损害填补功能是惩罚性赔偿制度的正当性基础。内幕交易将内幕人的获益全部转嫁为一般投资者的损失，使证券市场失去公平与公正，使有意证券投资的人失去信心和投资的欲望，干扰证券的筹资功能、资本定价功能和资本合理配置功能，影响证券市场的健康发展。内幕交易造成的无法用金钱衡量的社会整体利益损害不仅给一般损害赔偿带来了理论难题和制度障碍，而且无法为一般损害赔偿所全部填补，须由惩罚性赔偿制度予以解决。当日、善意从事与内幕交易反向交易的投资人有权向内幕交易人请求其买入或卖出价格与消息公开后合理时间内收盘平均价格之间差额合理倍数的损害赔偿。

**关键词：** 内幕交易　惩罚性赔偿　损害填补

内幕交易是“始终伴随中国证券市场成长的顽疾”，〔1〕证券市场成长与成熟的过程实际上是证券市场法律制度、或更准确地说是内幕交易法律规制的制度体系的构建与不断完善的过程。1990 年，中国人民银行发布《证券公司管理暂行办法》，其第 17 条首次对证券公司实施的内幕交易行为作出一般禁止性规定。1993 年，国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》，将内幕交易主体扩展至证券公司之外，并初步构建起民事、刑事和行政责任三位一体的制度体系。〔2〕同年发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》着重强调了内幕交易的行政责任（第 13 条、第 14 条）。1997 年刑法对内幕交易行为的刑事责任也作了专门规定。至此，以《股票发行与交易管理暂行条例》为基础，多项法律相互协调配合而构建的制度体系已初具规模。尽管仅仅是轮廓性构造，却已经是那一时代证券市场行进步伐的最完整的反映。1999 年，证券法出台，对内幕信息、内幕信息知情人以及内幕交易行为的类型等问题进行了清晰界定，为内幕交易法律规制的健全与完善作出了巨大贡献。最高人民法院于 2002 年发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，于 2003 年发布《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案

* 吉林大学法学院教授。

〔1〕 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。

〔2〕《股票发行与交易管理暂行条例》第 72 条确定了内幕交易的行政责任，第 77 条确定了内幕交易的民事责任，第 78 条确定了内幕交易的刑事责任。

件的若干规定》，虽然仅强化虚假陈述导致侵权的损害赔偿责任，并在此领域突破了行政责任与刑事责任的局限，但也为内幕交易的民事赔偿责任提供了可兹参照的根据。2006 年 1 月实施的新证券法将内幕交易行为置于法律禁止的交易行为之首，详尽而清晰地对内幕信息的知情人、内幕信息、内幕交易行为进行了界定，同时，对内幕交易的民事责任（第 76 条第 3 款）、行政责任（第 202 条）、刑事责任（第 231 条）以及民事责任的优先性（第 232 条）作了缜密规定，第一次以法典的姿态完成了内幕交易规制体系的构建。

但是，也必须清醒地认识到，新证券法第 76 条第 3 款对民事责任的规定还比较原则，内幕交易损害赔偿请求权的主体是谁、造成的损失如何估量、因果关系如何确定等问题在实践中都难以认定，以至于有学者质疑内幕交易民事责任的功能。[3] 惩罚性赔偿制度因其特有的损害填补功能，不仅可以解决一般损害赔偿的制度难题，还可以赔偿一般损害赔偿所无法救济的损害。于最高人民法院紧锣密鼓地调查研究、制定内幕交易民事赔偿责任司法解释之际，本文略述己见，对内幕交易惩罚性赔偿制度进行证成与设计，以期细化内幕交易的民事责任，为我国证券市场的成长与壮大尽微薄之力。

## 一、惩罚性赔偿的损害填补功能

我国侵权责任法将惩罚性赔偿限定在产品责任领域，学者亦多主张我国有精神损害赔偿制度，没有必要将惩罚性赔偿扩张至其他领域。惩罚性赔偿的惩罚功能是这种主张的逻辑前提。因此，欲在产品责任外论证内幕交易惩罚性赔偿制度的构建，必须以惩罚性赔偿之损害填补功能的论证为逻辑基点。

填补损害是赔偿制度的本质，因为无损害即无须赔偿。惩罚性赔偿自产生之始就存在着的制度功能的争论——究竟是惩罚、阻却、遏制还是损害填补，实际上是惩罚性赔偿制度正当性的核心论证。与我国学者的认识不同，美国多有法官和学者认为惩罚性赔偿不存在任何惩罚的功能，而是为了填补原告遭受的有形损害以外的无形损害。[4] 格林里夫（Greenleaf）先生是公私法划分的坚定支持者，他拒绝在作为私法的民法领域承认这种执行部分公法功能的超额赔偿，[5] 主张原告获得的赔偿应当同其蒙受的损害精确相等，从而否认惩罚性赔偿造成了超额赔偿的客观结果。这种观点认为，由于一般损害赔偿不能填补侵权行为造成的全部损害，因而必须由惩罚性赔偿制度使行为人承担其侵权行为的全部成本。[6] 惩罚性赔偿的功能就在于填补全部损害和法律提供的赔偿二者之间的缝隙。[7] 从惩罚性赔偿的损害填补功能出发，美国学者提出了填补金钱难以衡量之损害、满足复仇需求、填补个人尊严损害等多种学说。

填补金钱难以衡量之损害说主张，由于千年以来的民法理论禁止人格财产化，非物质损害无法通过市场交易的方式实现自身的价值，因此难以用金钱衡量。在极端恶劣地侵害人身权益的情况下，传统的一般侵权责任提供的救济不足，导致填补损害的目标和法律提供的救济之间出现了

〔3〕 参见前引〔1〕，耿利航文。

〔4〕 See Thomas B. Colby, *Beyond the Multiple Punishment Problem: Punitive Damages as Punishment for Individual Private Wrongs*, 87 Minn. L. Rev. 593 (2003).

〔5〕 See Michael Rustad, Thomas Koenig: *The Historical Continuity of Punitive Damages Awards: Reforming the Tort Reformers*, 42 Am. U. L. Rev. 1269 (1993).

〔6〕 See B. Sheila, *Two Worlds Collide: How the Supreme Court's Recent Punitive Damages Decisions Affect Class Actions*, 60 Baylor L. Rev. 880 (2008).

〔7〕 See Robert D. Cooter, *Punitive Damages, Social Norms, and Economic Analysis*, 60 L. & Contemp. Prob. 73 (1997).

裂痕，需要惩罚性赔偿予以救济。[8] 满足复仇需求说认为，侵权行为发生时，如果法律不能在第一时间满足受害人的复仇诉求，人们将寻求法律之外的复仇方法，为了避免私人报复造成更大的不幸，法律必须满足此种复仇的愿望。[9] 普通法对此的回应就是惩罚性赔偿制度，此时惩罚性赔偿不仅填补了受害人自身因强烈的复仇需求得不到满足而蒙受的损害，也预防了私力救济可能扩大的损害。事实上，在1763年英国Huckle v. Money案中第一次出现了“exemplary damages”（通常译为“惩罚性赔偿”）一词后，[10] 英国法院便致力于从制度功能入手论证惩罚性赔偿的正当性。[11] 他们认为，惩罚性赔偿实际上是受害人私人复仇的合法化，因为只有允许受害人寻求惩罚性赔偿，方能使受害人认为侵权人经历了和自己一样的痛苦，其复仇的愿望才得以满足。[12] 填补人格尊严损害说主张，在被告侵犯原告时，同时侵犯了原告的两种权利：首先侵犯了私权（身体权和财产权），此外侵犯了原告作为一个人享有的应当被他人尊重前述私权的权利，传统的损害填补性质赔偿仅针对第一种侵权，只有惩罚性赔偿才能同时填补两种损害。[13]

最值得借鉴的学说为填补社会性损害理论。该理论的代表人物是夏基（Sharkey）。她认为，惩罚性赔偿具有填补受害人本人以外的社会性损害的功能，原告只是作为社会成员的代表享受对于社会性损害的填补，可以通过后续辅助性的技术手段分割这些损害填补，从而使所有社会成员得以共享。[14] 在此种学说看来，以填补19世纪侵权法未予救济的精神损害为目的而在美国判例法中确立的惩罚性损害赔偿制度，[15] 在20世纪精神损害等无形损害已经属于一般损害赔偿的范畴[16] 时，已经转而适用于被告的行为损害社会上大多数人利益的案件。在这些案件中，原告只需证明除原告以外社会上多数人均受到被告同样行为的侵害，法院即允许陪审团以原告的实际损害为基数，以多数人的损害为参考确定惩罚性赔偿的数额，此时，惩罚性赔偿即具有填补社会性损害的性质。美国路易斯安那州1994年审理的Billiot v. B. P. Oil Co. 案[17] 即以惩罚性赔偿填补了社会性损害。原告是被告英国石油公司的员工，为了保证操作安全，在更换过滤器前特意查看压力计的压力显示，由于压力计已经丧失功能而未对高压力给予足够的警告，致使原告操作时被喷出的高温有毒液体灼伤。原告认为英国石油公司未尽合理安全注意义务、未及时检查更换压力计等安全设备是导致事故发生的原因，遂起诉英国石油公司，请求赔偿损害的同时，以被告一贯忽视安全生产，多次造成员工身体伤害为由主张惩罚性赔偿。庭审中，原告举证证明多年来被告因重大过失未尽合理的安全注意义务造成多起事故的事实，陪审团参照被告多年来安全事故给员工造成的伤害确定惩罚性赔偿数额，法院认可陪审团的做法。[18] 20世纪末至21世纪初在美国

---

〔8〕 See Margaret Jane Radin, *Compensation and Commensurability*, 43 Duke L. J. 56 (1993); 前引〔7〕, Cooter文。

〔9〕 See Thomas B. Colby, *Clearing the Smoke from Philip Morris v. Williams: The Past, Present, and Future of Punitive Damages*, 118 The Yale Law Journal 392 (2008).

〔10〕 See David G. Owen, *A Punitive Damages Overview: Functions, Problems, and Reform*, 39 Vill. L. Rev. 363, 373 (1994).

〔11〕 参见前引〔4〕, Colby文。

〔12〕 参见前引〔9〕, Colby文。

〔13〕 See Anthony J. Sebok, *Punitive Damages: From Myth to Theory*, 92 Iowa L. Rev. 957 (2007); David G. Owen, *Aggravating Punitive Damages*, 158 University of Pennsylvania Pennumbra Law Review 184 (2010).

〔14〕 Catherine M. Sharkey, *Punitive Damages as Social Damages*, 113 Yale Law Journal 391 (2003).

〔15〕 Kilbourn v. Thompson, 1 MacArth. & M. 401, 1883 U.S. App. LEXIS 2584.

〔16〕 Dan Markel, *Retributive Damages: A Theory of Punitive Damages as Intermediate Sanction*, 94 Cornell L. Rev. 239 (2009).

〔17〕 645 So. 2d 604, 1994 La. LEXIS 2232.

〔18〕 Billiot v. B.P. Oil Co 645 So. 2d 604, 1994 La. LEXIS 2232.

广为人知的 BMW of North America，Inc. v. Gore 案、[19] Campells v. State Farm Mutual Automobile Insurance Company 案 [20] 以及 Philip Morris USA v. Williams 案 [21] 代表了这一时期惩罚性赔偿填补社会性损害的新趋势。夏基的社会性损害填补理论实际上是对这一趋势的高度概括与总结。这些案件的共同之处在于，法官均允许陪审团在确定惩罚性赔偿金额时参照被告对于原告以外其他人造成的类似伤害。尽管美国联邦最高法院在上述三大案件的上诉审判决中对惩罚性赔偿的社会性损害填补的立场表现暧昧甚至动摇，[22] 但美国许多州的司法实践仍然坚持社会性损害填补的立场，[23] 只是在赔偿额度上有缓和的趋势。

由于理论界对司法判例趋势宏观归纳整理和提炼的“社会性损害”实际上是社会上大多数人遭受的与原告相同的损害，惩罚性赔偿不过是通过原告填补与原告处境相同的其他人的损害，因而社会性损害填补理论遭到学者诸如原告代表其他人受益违反正当程序原则、原告受益不当等质疑。[24] 对此，另一种新的诠释有力地回应了这种批评，从而使社会性损害填补理论得以升华。新社会性损害填补理论认为，行为人的不法行为破坏了自由社会的秩序，使其拥有高于他人的“自由”，从而违反了法律面前人人平等的基本原则，背叛了主权国家宪法及法律的制度体系。因此，这种将自己置于主权国家之上的不法行为损害的不仅仅是受害人的私人利益，还有国家的利益。[25] 在恶意或故意的侵权案件中适用惩罚性赔偿制度，不仅可以使那些因为诸种原因无法或难以被追究公法上责任的主体承担金钱责任，还可以节约司法成本，避免刑事处罚对企业活力的扼杀。惩罚性赔偿制度中超过一般侵权责任的赔偿不仅对私人受害者有利，也有利于社会和国

---

〔19〕 原告购买了一辆崭新的黑色宝马车，九个月后在汽车保养过程中发现汽车被重新喷涂过。被告宝马公司奉行不告知消费者出厂或运输时微小维修的政策，导致原告购买汽车时并不知道该车被重新涂过漆。原告个人蒙受的损害极小，因为交货前进行的维修导致的损害不足该车零售价格的 3%，但是原告主张被告公司在全国范围内的汽车销售中均采用了这样的欺诈手段，实际上进行了多重欺诈。原告请求陪审团在决定惩罚性赔偿数额时，参考这样的事实。此时，原告请求损害赔偿的依据不仅仅是自己蒙受的损害，也包括因为被告反复恶劣的行为导致其他人承受的部分损害——社会性损害。See BMW of North America，Inc. v. Gore，646 So. 2d 619 (Ala. 1994).

〔20〕 原告在被告处投保 25,000 美元的汽车责任事故保险，在之后发生的交通事故中被认定负 100%责任，因此被判决赔偿 135,000 美元。但被告拒绝承担保险责任，并要求原告卖出自己居住的房屋以执行判决。虽然经过漫长的交涉，被告最终提供了赔偿，但是原告仍然起诉被告恶意保险欺诈。庭审中，原告举证被告在全美国范围内的相似做法以证明被告的恶意及重复欺诈行为，最后对被告判处惩罚性赔偿。原告个人在保险公司赔付后所受损失只是因漫长交涉而导致的精力和财力的损失，惩罚性赔偿填补的实际上是具有同样遭遇的其他人的损害——社会性损害。See Campells v. State Farm Mutual Automobile Insurance Company，840 P. 2d 130 (Utah 1992).

〔21〕 此案中社会性损害的特征更加明显和极端。初审法院允许原告请求陪审团在确定赔偿金额的时候考虑在本州过去 40 年里有多少像原告的亡夫一样因吸烟而损害健康的人。此时原告实际上是希望依据被告过去 40 年生产销售香烟所造成的全部社会性损害而不仅仅是其个人蒙受的损害获得赔偿。See Philip Morris USA v. Williams，127 P. 3d 1165 (Ore. 2006).

〔22〕 See BMW of North America，Inc. v. Gore，517 U. S. 559，116 S. Ct. 1589，134 L. Ed. 2d 809 (1996)；Campells v. State Farm Mutual Automobile Insurance Company，498 Utah Adv. Rep. 23，2004 Supreme Court of Utah；前引〔9〕，Colby 文。

〔23〕 美国伊利诺伊州北区东部法院 2008 年审理的 Centerline Equip. Corp. v. Banner Pers. Serv 案（545 F. Supp. 2d 768，2008 U. S. Dist. LEXIS 15946）代表了多数州法院仍然坚持的社会性损害填补的立场。美国联邦《电话用户保护法案》(Telephone Consumer Protection Act)（47 U. S. C. 227）禁止任何人利用电话传真发送垃圾广告，否则，收到垃圾广告的原告人可以其实际损害或者当实际损害不满 500 美元时以 500 美元为诉讼标的额提起损害赔偿之诉。原告的实际损害包括传真机打印这种垃圾传真所耗费的油印、纸张、耗材耗损和机器本身的耗损，以及原告阅读这种垃圾传真所浪费的时间和未能接受和阅读其他有用传真所造成的损害。若被告故意或者明知地向多数人发送这种垃圾传真，则原告有权主张实际损害三倍以内的惩罚性赔偿。本案原告证明被告向四十多人发送广告的事实，以证明被告的“故意”与“明知”，法院采信了原告的举证，基于被告向其他四十人发送垃圾传真广告的事实判决被告承担惩罚性赔偿责任。

〔24〕 See Marc Galanter，*Shadow Play*：*The Fabled Menace of Punitive Damages*，1 Wisconsin L. Rev 4. (1998).

〔25〕 前引〔16〕，Markel 文，第 263 页。

家。[26]

总结美国之经验可见，由于惩罚性赔偿的数额高于一般损害赔偿的数额（以下简称“高于数额”），惩罚性赔偿之惩罚功能抑或损害填补功能的论证就取决于“高于数额”之性质及内容的界定。如果“高于数额”被认定为“非损害”，惩罚性赔偿便是超过受害人损害的超额赔偿，被告将因侵权而遭受惩罚；如果“高于数额”界定为损害，惩罚性赔偿便是填补损害，而不是超额惩罚。这就是惩罚性赔偿制度的证成者从各种不同的角度论证“高于数额”为损害的原因。在我国，学者几乎都认为“高于数额”为“非损害”，这为惩罚性赔偿制度的反对者提供了锐利武器：超额赔偿与大陆法系“任何人不得因损害而获得利益”的理念完全相悖，与既有的补偿性的损害赔偿制度难以协调，与以恢复损害发生前的原状为目的的损害赔偿格格不入。[27]

笔者认为，“高于数额”为可见损害背后的无形损害，通常难以用金钱衡量，如受害人私人难以用金钱衡量的精神损害，或者难以用金钱衡量的社会整体利益的损害。我国已经确立精神损害赔偿制度，受害人及其近亲属所遭受的精神损害在一定程度上可适用精神损害赔偿制度予以救济。当侵权人存有恶意并以极端恶劣的手段侵犯受害人权益时，应当适用惩罚性赔偿，对受害人所遭受的大于一般过失情况下的精神损害给予最完整的救济。《最高人民法院关于确定民事侵权精神损害赔偿责任若干问题的解释》以主观恶意及手段恶劣加重赔偿责任本身就是惩罚性赔偿制度的适用，赔偿的是一般精神损害赔偿在侵权人恶意并以极端恶劣的手段实施侵权行为时无法填补的精神损害。我国侵权责任法第47条规定的产品责任、消费者权益保护法第49条规定的欺诈行为、《最高人民法院关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》第8条规定的五种欺诈行为、食品安全法第96条规定的造成人身财产损害的行为适用惩罚性赔偿，填补的则是社会整体利益的损害。虽然社会整体利益的损害非受害人私人的损害，科以被告人惩罚性赔偿责任将使原告获得大于其所遭受损害的赔偿，但社会整体利益的损害仍为“损害”，借助惩罚性赔偿予以填补具有正当性。众人皆知，所有权善意取得制度以牺牲原所有权人利益为代价令善意第三人取得所有权。从表面看，善意取得制度似乎是原所有权人与善意第三人之间的利益取舍，实则不然，如果仅仅为了第三人，通过科处有过错的无处分权人的责任即足以补偿其所受损害，完全没有理由令无过错的原所有权人承受丧失所有权的不利后果，更没有道理破坏传统法固有制度体系的协调。因此，善意取得制度实际上不是原所有权人与善意第三人之间利益评价和选择的结果，而是原所有权人利益与整个社会交易安全之间的价值选择，善意第三人取得的所有权承载了社会的整体利益。如今，善意取得制度已为各国法律所肯认，没有人因为善意第三人借助社会整体利益的砝码取得所有权而否定善意取得的正当性。同样道理，当侵权人的恶意行为不仅使受害人蒙受损害，而且给整个社会的交易环境、生存环境带来损害时，适用惩罚性赔偿使赔偿权利人所获赔偿承载社会整体利益，也不应当给以否定性责难。20世纪繁荣时期的美国侵权法对于环境污染、食品安全等公害案件以填补社会性损害为根据适用惩罚性赔偿，此处所及社会整体利益的损害不是与原告处境相同的其他人损害的简单相加。适用惩罚性赔偿，通过某一个案的原告保护社会的整体利益，便如同通过善意第三人取得所有权而保护整个社会的交易安全一样具有正当性基础。

几乎所有惩罚性赔偿制度均将行为人主观恶意、故意和行为的恶劣程度等作为认定责任的构成要件。[28] 与其说惩罚性赔偿是对行为人恶意与恶劣行为的惩罚，不如更准确地说是对恶意、恶劣行为所造成严重损害的全部填补。侵权行为所导致的可见的损害后果可能不会因主观的恶意

〔26〕 前引〔16〕，Markel文，第322页。

〔27〕 参见王利明、周友军、高圣平：《中国侵权责任法教程》，人民法院出版社2010年版，第321页。

〔28〕 参见张新宝、李倩：《惩罚性赔偿的立法选择》，《清华法学》2009年第3期。

与否、行为的恶劣程度等因素而受影响，但是这些因素对于可见损害之外的无形损害却影响甚重。一辆急送孕妇去医院分娩的轿车撞到路边玩耍的儿童，经抢救无效死亡，与在撞伤不如撞死心态驱使下将倒在车轮下的儿童反复碾压致死相比，虽然儿童死亡的后果相同，但对儿童父母心理上的无形损害以及对交通环境的破坏程度却相别甚大。《最高人民法院关于审理人身损害赔偿案件适用法律若干问题的解释》第18条规定，死者近亲属可以请求精神损害赔偿，但精神损害赔偿的数额应当根据侵权人的过错程度、侵害的手段、场合及行为方式加以认定。“对于故意适用加重的赔偿责任，既是法律对侵权人的一种强烈谴责，也是对受害人的一种有力支持。”〔29〕

总之，所谓的“超额”赔偿实际上是对可见损害背后无形损害的赔偿，只是因为无形损害难以用金钱衡量，而以可见损害的合理倍数予以计算。法学家们需要认真研究的不是惩罚性赔偿的存废，而是“倍数”的合理性，以及一般赔偿责任无法填补哪些侵权行为造成的受害人私人损害以及社会整体利益的损害，需要惩罚性赔偿予以救济。这样一来，惩罚性赔偿制度的正统观念——加害人主观恶意、行为恶劣的，通过让加害人承担超出实际损害数额的赔偿，以达到惩罚与遏制严重侵权行为的目的——需作一修正。所谓惩罚性赔偿，是指侵权人主观恶意，行为极端恶劣，对受害人的权益或者社会的整体利益造成无法用金钱衡量的无形损害，以可见损害的合理倍数计算损害数额，并责令侵权人予以全部赔偿的制度。

当然，我们并不否认惩罚性赔偿对于恶性侵权行为的惩罚功能，因为“效率有时候要求禁止该行为而不是承担责任”。〔30〕与其蒙受损害后寻求救济，不如一开始就避免发生这种难以弥补的损害，法律进行损害赔偿救济所追求的第一目标是阻却侵权行为的发生，而阻却目标恰恰是通过让加害人承担同其行为相应的损害填补责任的方式实现的。〔31〕当一般侵权责任所提供的救济同加害人造成的损害不符时，不仅导致受害人得不到应有的救济、损害得不到填补，也导致加害人承担的责任不足，从而发挥不了应有的阻却与惩罚功能。惩罚性赔偿不仅可以通过惩罚加害人的方式完全填补损害，还可以通过惩罚性赔偿责任的震慑性实现阻却这种恶劣行为的目的。

## 二、内幕交易惩罚性赔偿制度构建的理论前提

惩罚性赔偿通过填补一般损害赔偿不能予以救济的、无法用金钱衡量的损害来惩罚和阻却恶意、故意、恶劣的加害行为，惩罚功能因损害填补功能而具有存在的正当性基础，这是我们思考构建内幕交易惩罚性赔偿制度的理论前提。

### （一）内幕交易对证券市场的无形损害

不乏学者主张内幕交易无害论，认为内幕交易仅是利用其掌握的尚未公开的信息进行证券交易。“内幕交易不损害任何人，至少对市场交易没有害处。因为无辜的买卖者与知内情者达成交易，皆取自愿。既然价格由其自愿协议，因而也就无理由抱怨内幕交易不公平。”〔32〕同时，内幕交易还给市场提供了信息，不但没有损害市场的利益，反而提高了市场的效率，其结果是大多数人都由此获得了好处。〔33〕即便一些相反交易的投资者在证券交易中受有损失，由于证券交易所

〔29〕 参见前引〔28〕，张新宝等文。

〔30〕 前引〔7〕，Cooter文。

〔31〕 See Steve P. Calandrillo, *Penalizing Punitive Damages: Why the Supreme Court Needs a Lesson in Law and Economics*, 78 The George Washington L. Rev. 774 (2010).

〔32〕 See Brivs Longstreth, *SEC Battle against Insider Trading Is Worth the Effort*, Legal Times, Washington, May 10, 1982 at 16, col. 1. 转引自杨志华：《证券法律制度研究》，中国政法大学出版社1995年版，第292页。

〔33〕 参见李琴：《论内幕交易的经济危害性》，《新疆社科论坛》2006年第1期。

采用无纸化电脑撮合集中竞价的交易方式，也难以断定哪一投资者是与内幕交易人进行配对交易的反向投资者，从而难以断定哪一投资者依据传统的民法理论有权向内幕交易人主张损害赔偿。

笔者认为，确如学者所言，证券交易的复杂性、专业性尤其是交易方式的非面对面性导致难以认定与内幕交易人配对交易的反向投资者，依据传统的民法理论解决内幕交易的民事责任问题的确存在困难。但是，内幕交易人凭借信息优势获得了暴利，反向投资人不是因为自己的判断能力和操作水平而是因为信息劣势遭受损失，则是不可否认的事实。更重要的是，内幕交易给证券市场造成了无法用金钱衡量的无形损害。第一，使证券市场失去公平、公正性。内部人因提前拥有可靠信息，大量买进或大量卖出，使自己完全摆脱证券交易的风险；而一般投资者在信息尚未公开之前对可能影响股市的信息全然不知，每一次交易都存在潜在的巨大风险。第二，将内幕人的获益全部转嫁为一般投资者的损失。证券市场是受信息支撑并由信息左右的市场，信息对证券价格的变化具有决定性的影响。私用内幕信息者确知价格变化的趋势而买进或卖出，其所获利益决定了一般投资者的损失。第三，使证券市场失去效率。有学者认为，内幕交易将导致证券市场价格向与该信息最适应的方向变化，如此，市场的信息效率将得以提高，市场的效率状态得到实质性的改善。因此，总体上看，内幕交易提高了市场的效率。〔34〕但是，市场信息的传播效率并不意味着证券市场的效率。证券市场的效率应当是以最小或尽可能小的成本最有效地实现证券市场的筹资功能、资本定价功能以及资本的合理配置功能，而内幕交易恰恰在相当程度上干扰了这些功能的有效实现。第四，使有意证券投资的人失去对证券市场的信心和投资的欲望。内幕交易在将内幕人的获益转嫁为投资者损失的同时，沉重打击了投资者证券投资的积极性，并严重损伤了有意证券投资者的投资信心和欲望。第五，影响证券市场的健康发展。内幕交易的种种危害，最终将归结为对证券市场健康发展与运行的破坏，直至影响上市公司的经济增长。上述种种损害正如同我国台湾法院在判处内幕交易赔偿责任的判决中的论证：内幕交易“破坏证券市场交易制度之公平性，足以影响一般投资人对证券市场之公正性、健全性之信赖，故内线交易之可非难性，并不在于该内部人是否利用该内线消息进行交易而获取利益或避免损害，而是根本腐蚀证券市场之正常机制，影响正当投资人之投资决定甚或进入证券市场意愿”。〔35〕

内幕交易导致的无形损害给一般民事赔偿责任甚至是传统民法理论提出了挑战，同时也造就了一般赔偿责任所能填补的损害与法律应当救济的损害之间的巨大缝隙，这个缝隙应当由也只能由惩罚性赔偿予以填补。

（二）内幕交易行为与无形损害之间有因果关系

证券市场特殊的交易方式所导致的内幕交易行为与投资者损失之间因果关系的模糊是内幕交易民事赔偿责任的又一大理论障碍。对于如何认定因果关系，因果关系的认定是否影响内幕交易民事赔偿责任，我国学者形成两种截然对立的观点。

一种观点主张内幕交易中因果关系的认定应当采用推定规则，即只要原告与内幕交易者反向、同期从事证券交易，无需证明因果关系的存在，法律应当直接推定其损失与内幕交易行为存在因果关系，由此认定内幕交易民事赔偿责任成立。此种观点的主要论据是美国1988年Basic Inc. v. Levinson虚假陈述案中美国联邦法院对公司虚假陈述与投资者损失之间的因果关系适用推定规则以及美国1988年修订的证券交易法第20条（a）的规定。此外，我国最高人民法院2003年发布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》中的因果关系推定规则也是其重要的理论根据。〔36〕值得一提的是，几乎所有内幕交易民事赔偿责任论者均以

〔34〕 参见前引〔33〕，李琴文。

〔35〕 2010年台上字第2015号。

〔36〕 郭峰：《内幕交易民事责任构成要件探讨》，《法律适用》2008年第4期。

因果关系推定的正当性与合理性证明内幕交易民事责任的可行性与正当性。然而，无论是美国判例还是我国司法解释，因果关系的推定规则均适用于虚假陈述赔偿责任的认定。这种观点的错误就在于将内幕交易行为混同于虚假陈述的欺诈行为，并想当然地认为美国也是如此，但事实上，Basic 案的理论基础在内幕交易中根本无法适用。[37] 进一步讲，推定规则是为了缓解诉讼中的举证难，解决侵权责任的应当认定与难以认定的两难窘境的一种立法上的技术性处理，对于降低诉讼成本、实现某一时期法律和国家政策的价值取向具有重要意义。然而，推定毕竟是一种假定，假定的事实与客观真实有冲突的可能。而推定论者不假思索地将虚假陈述赔偿责任中的因果关系推定扩张适用于内幕交易民事责任的认定，结论的出炉显然过于仓促。

另一种观点则主张在内幕交易行为与投资者损失之间不存在因果关系。内幕交易不同于操纵市场或虚假陈述，不存在欺骗、引诱、误导投资者错误判断并进行受损交易的问题。无论是否存在内幕交易，投资者都有可能卖出或买进股票。而且，内幕交易仅占市场交易的很小份额，即便是大量交易，也不会引起股票价格的显著波动，不会诱导投资者的买卖行为。即便内幕交易造成了股价可观察的变动，理性的投资者应当模仿内幕交易进行同向交易，而不是进行反向交易，即证券市场上投资者所遭受的损失是投资者应当承担的市场决策风险，与内幕交易无关。[38] 这种观点以内幕交易行为与投资者损失之间不存在因果关系质疑内幕交易民事责任的功能，直接的逻辑结果便是对内幕交易民事赔偿责任的动摇甚至是否定，显然与我国证券法的规定相悖，也与内幕交易民事责任的全球化趋势背道而驰。

内幕交易的危害性是一种客观存在，即便是主张因果关系不存在者也承认内幕交易对投资者整体利益造成了危害，给证券市场效率造成损失，影响投资者的信心。[39] 既然内幕交易确确实实造成了损害，那么在内幕交易行为与损害之间就一定存在因果关系。为什么非要拘泥于某个具体投资者的投资损失与内幕交易是否有关系，而不去发现与内幕交易行为有因果关系的客观损害呢？究其原因，是我们始终纠结于一般损害赔偿的概念体系难以自拔。如果我们在惩罚性赔偿制度的框架下思考问题，一切难题都可以迎刃而解。

惩罚性赔偿制度填补一般损害赔偿无法填补的难以用金钱衡量的无形损害。内幕交易行为导致了社会整体利益的损害——无形损害。内幕交易行为与该违法行为所导致的社会整体利益损害之间的因果关系已经为禁止内幕交易行为的各国证券法及司法实践所肯定，无需进行证明和阐述。该“因果关系”能够证成损害赔偿的正当性，同时也更加证明惩罚性赔偿制度是摆脱传统一般损害赔偿的理论困境并对内幕交易导致的损害后果予以救济的唯一有效方式。

（三）内幕交易惩罚性赔偿的载体——相反交易投资人的可见损害

社会整体利益的损害需要借助于受害人的可见损害作为载体，这是惩罚性赔偿不同于一般损害赔偿的重要特征。内幕交易惩罚性赔偿的载体应当为相反交易投资人的可见损害。

首先，相反交易投资人有可见的损害。内幕交易人利用利好消息买入股票，证券市场外部股东持有的股份总额减少，内幕交易人于利好消息公开后因享受升值价格而获暴利；同样，内幕交易人利用利空消息卖出股票，证券市场外部股东持有的利空消息公开后贬值的股份总额大量增加，内幕交易人凭借信息优势摆脱风险，并获得利益。总之，内幕交易使证券市场发生了财富转移，即外部股东的财富转移到内幕交易人手中。无论股票投资人的相反投资是基于自己的判断失误还是内幕交易的误导，内幕交易人于内幕交易中的暴利因相反投资人的财富向内幕交易人方向转移而得，则是不可置疑的客观事实。没有相反投资，内幕交易人的获利无法实现。证券交易的

〔37〕 参见前引〔1〕，耿利航文。

〔38〕 同上。

〔39〕 同上。

特殊性不宜认定哪一投资者的财富流向内幕交易人，但并不影响财富总体流向的判断，投资者于内幕交易同期的反向交易的价格与消息公开后市场价格之间的差价，即为相反交易投资人的可见损害。

其次，相反投资者的可见损害作为载体具有正当性。第一，内幕交易隐蔽性强的特点决定了调查、发现内幕交易的难度大、成本高，甚至可能导致投入的巨额执法成本没有回报。而内幕交易人就生活在众多的相反投资者中间，内幕交易的蛛丝马迹有暴露并被相反投资人查知的可能，以相反投资者的损害为载体对内幕交易行为施以惩罚性赔偿，填补内幕交易给社会整体利益造成的损害，能够极大地激励相反投资者收集内幕交易的证据、提起民事诉讼的积极性，从而降低行政执法机关的调查成本与执法成本。美国法院在 Billiot v. B. P. Oil Co 案的判决中明确指出："惩罚性赔偿的正当性基础之一就在于激励原告为了社会公共利益而对被告提起诉讼。……此时惩罚性赔偿制度就是一种为公共利益而设立的奖金，而原告就成为了暂时的检察官。"〔40〕第二，内幕交易行为导致社会整体利益损害，从理论上说应当由国家有关机关依据公法赋予的公权力予以整治。然而，任何一个社会的和谐状态需要公权力与私权利的合理配置，这不仅需要通过制定法律合理地廓清公权力与私权利的行使边界，以避免公权力或私权利的过分强大；还需要公权力与私权利的相互制约与相互协助。相互制约意在杜绝权力（权利）的滥用，而相互协助意在矫正权力（权利）行使不利、不便或怠于行使带来的不利后果。在长期受传统法律文化影响而缺乏私法观念和私权意识的我国，尊重私权、强化私权对公权力的制约与协助对于和谐社会的构建具有极其重要的作用。赋予投资者惩罚性赔偿请求权，在国家相关机关工作人员因为私利怠于行使权力、因为调查不力未发现有力证据等情况下，能够发挥协助公权力的积极作用。第三，以某一个体利益的可见损害作为载体保护社会整体利益是惩罚性赔偿制度的主要特色。就我国现行法而言，侵权责任法、消费者权益保护法、《最高人民法院关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》、食品安全法等规定的惩罚性赔偿均以受害人个人利益作为载体保护社会整体利益。

## 三、内幕交易惩罚性赔偿制度构建的立法先见

对内幕交易予以制度性禁止与规制已经成为世界性的趋势，美国、英国、澳大利亚、加拿大、菲律宾等许多国家的公司法或证券法均明令禁止内幕交易，违反此种禁止性规定，须负民事赔偿责任，严重者还须承担刑事责任。在内幕交易民事赔偿制度中，不乏惩罚性赔偿的立法先例。经过几十年司法实践检验并根据检验结果予以修正的立法先例不仅是我们构建内幕交易惩罚性赔偿制度的榜样或者模板，也是对内幕交易惩罚性赔偿制度正当性的有力支持。

（一）我国台湾的证券交易法

我国台湾于1968年制定的证券交易法共183个条文，未对内幕交易作出禁止性规定，仅有第157条对股票发行公司内部人员于六个月内进行股票买卖所获利益归入公司所有以及符合欺诈等要件同一般人交易承担民事责任或刑事责任的规定。法律规定的缺失导致证券市场管理的漏洞，一时间内幕交易泛滥，对证券市场的健康发展构成妨碍。鉴于内幕交易的法律规制已经成为世界性趋势，台湾于1988年借鉴美国1934年证券交易法，修改其证券交易法，增加第157条之1，第一次明确禁止内幕交易，并规定了内幕交易的民事责任。〔41〕依此条规定，内幕交易的民事责

〔40〕 Billiot v. B. P. Oil Co 645 So. 2d 604，1994 La. LEXIS 2232.

〔41〕 参见赖英照：《证券交易法逐条释义（四）》，1991年台湾自版，第531页。

任包括一般损害赔偿和惩罚性赔偿。内幕交易情节非重大者，对善意从事相反买卖之人承担一般损害赔偿责任，赔偿额以消息未公开前内幕交易人买入或卖出该股票的价格与消息公开后十个营业日收盘平均价格之差额为限。内幕交易情节重大的，内幕交易人承担惩罚性损害赔偿责任，法院根据善意从事相反买卖之人的请求，将赔偿额提高到一般损害赔偿的三倍。

2002 年 2 月，台湾证券交易法再次修改关于内幕交易的规定，不仅将规范客体由“股票”扩展及于“其他具有股权性质之有价证券”，而且将对股票价格有重大影响之消息扩展至“公开收购”之消息等。

2006 年 1 月，台湾证券交易法进行第三次大规模修正，对第 157 条之 1 作了重要修改。其一，对于禁止内幕交易的时间明确限定在消息未公开前和公开后十二小时内。其二，赔偿额不再以内幕交易人于消息未公开前买入或卖出的价格与消息公开后十个营业日收盘平均价格之差额为限，而是以善意从事相反买卖之人当日买入或卖出价格与消息公开后十个营业日收盘平均价格之差额为限。其三，对于内幕交易情节轻微者，法院可以酌情减轻赔偿金额。其四，将重大影响股票价格之消息确定为“涉及公司财务、业务或该证券之市场供求、公开收购，对其股票价格有重大影响，或对正当投资人之投资决定有重大影响之消息”，并规定其范围及公开方式等事项之办法由主管机关定之。其五，扩大了内幕交易人的范围，增加依台湾公司法第 27 条第 1 款规定受指定代表行使职务之自然人，以及丧失内部人身份未满六个月者。

2010 年 6 月，台湾再次对其证券交易法第 157 条之 1 进行修改。经过这次修改，内幕交易的构成要件更加明晰：第一，内幕交易的时间限定在消息明确后未公开前和公开后十八小时内；第二，内幕交易人的买卖包括自行买卖和以他人名义买卖；第三，内幕交易的规范客体增加非股权性质之公司债。

台湾证券交易法第一次修改确定的内幕交易惩罚性赔偿责任，从立法史考察，应源自于美国法。[42] 之后以赔偿额基点、构成要件为中心几经修改，不断加以完善。2006 年 5 月与 2010 年 12 月，台湾分别制定的两个实施细则——《证券交易法第 157 条之 1 第四项重大消息范围及其公开方式管理办法》和《证券交易法第 157 条之 1 第五项及第六项重大消息范围及其公开方式管理办法》——也均以构成要件为重点。我国台湾内幕交易惩罚性赔偿制度不断完善的过程表明这一制度确有存在的正当性和必要性。面对“内线交易泛滥但司法却鲜少将其定罪之窘境，为促进资本市场之公平，平息投资人对市场之疑虑，并处罚此种行为，立法者希冀藉由内线交易构成要件之明确化，以增加成功论罪之比率，进而遏阻内线交易”。[43]

此外，内幕交易惩罚性赔偿责任也得到我国台湾司法实践的高度重视。台湾法院在一个判词中阐述到：禁止并制裁内幕交易之理由，即在资讯公开原则下，所有市场参与者，应同时、平等取得相同之资讯，任何人先利用，将违反公平原则。该行为本身自已破坏证券交易制度之公平性及健全性，足以影响一般投资人之权益而应予禁止。[44]

（二）美国证券交易法

美国于 1933 年制定证券法，专节对证券欺诈行为进行了规定。作为 1933 年证券法的实施细则，美国 1934 年证券交易法第 10 节（b）不仅对反欺诈条款予以细化，而且首次对内幕交易作了成文法上的规制。进入上世纪 80 年代，美国证券市场上内幕交易案件大量增加，涉案金额越来越大，严重影响了证券市场秩序以及证券市场的健康发展。1984 年，美国制定并通过了内幕交易制裁法，以修正 1934 年证券交易法，规定了民事罚金制度。1987 年几个内幕交易大要案的

〔42〕 参见前引〔41〕，赖英照书，第 531 页。

〔43〕 同上。

〔44〕 2009 年台上字第 1606 号判决。

侦破使内幕交易又成为立法者关注的要点，以改善内幕交易的预防程序和救济手段为立法目的，美国于1988年再次对1934年证券交易法进行修改，制定了防止内幕交易和证券欺诈法执行法(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)，完善了内幕交易民事罚金制度，并将之定位于美国法典第15编证券交易章第78条u款（15 USC 78u－1）之中。[45]

民事罚金的请求权主体是美国证券交易委员会。任何人违反证券交易法的规定，基于所掌握的未公开的重大信息买卖证券或者法律规定的证券性质票据，或者将此信息泄露给证券非公开发行对象的交易人时，美国证券交易委员会有权在美国地方法院提起诉讼，请求法院判决责任人承担民事罚金。承担民事罚金的责任主体包括内幕交易人和对于内幕交易人违法时直接或间接实施控制的人。对于直接违法的内幕交易人的民事罚金数额，法院基于个案的具体情形决定，但最高不得超过违法行为人因买卖而获利或者得以避免的损失数额的三倍。“获利”和“损失”系指原先证券的购买或者出售价格与内幕信息披露后合理时间内价格变化的差额。对于控制人的民事罚金数额，美国法院也基于个案的具体情形决定，但最高不得超过控制人获利或者得以避免的损失数额的三倍或100万美元。

目前最新的民事罚金的判例是美国第二巡回上诉法院于2009年作出的Drucker v. SEC[46]案的判决。被告原为某公司的法律顾问，公职期间获取了有关该公司将在下一季报中公布其业绩未能达到预期的机密信息，于是基于该机密的内幕信息进行非法交易。第二巡回上诉法院在判词中表明：“我们支持初审法院关于该公司股票的下跌与其业绩未能达到预期的季报紧密相关的观点。基于这一判断，初审法院并没有在确定股票下跌约41％的问题上滥用职权。因此，初审法院科处的股票价值41％的两倍的民事罚金符合15 USC 78u－1限制，并且是合理的。”

美国内幕交易民事罚金制度的性质是损害赔偿，而不是行政罚款。第一，尽管提起诉讼的主体是证券交易委员会，而不是相反投资者个人，但证券交易委员会是以平等主体的身份作为原告提起侵权之诉的。美国最高法院早在1850年的Cotton v. United States案[47]中即对民事罚金中主体的平等地位进行了界定：“作为一个享有主权豁免的主体，美国在面对违法侵害时，不应当被限定为政治主体。美国也享有实在的或者受法律拟制的缔约能力和财产权利，……在受到法律保护这一点，美国作为所有州的所有权人，与自然人没有什么不同。”第二，民事罚金的功能不在于惩罚，而在于填补损害，是损害赔偿的特殊表现形式。因此被告支付的民事罚金被作为投资者的公平基金，用以补偿受害者的损害，以及填补政府因重塑社会正义所蒙受的损害。[48]第三，民事罚金从其产生时起就是侵权之诉的责任后果，“没有超过准确的实际损害数额的罚金不具有惩罚性”，[49]当民事罚金的数额为实际损害的几倍时，方为惩罚性赔偿。美国证券交易法以内幕交易人因买卖而获利或者得以避免的损失数额的三倍界定罚金数额，其性质应当是惩罚性赔偿。

## 四、内幕交易惩罚性赔偿制度的框架结构

### （一）内幕交易惩罚性赔偿的请求权主体

我国证券法第76条第3款规定：“内幕交易行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担

〔45〕 *Federal Securities Law*：*Insider Trading*，fpc. state. gov/documents/organization/8043. pdf.

〔46〕 Drucker v. SEC，346 Fed. Appx. 663.

〔47〕 52 U. S. 229.

〔48〕 Helvering v. Mitchell，303 U. S. 391；United States ex rel. Marcus v. Hess，317 U. S. 537.

〔49〕 United States v. Halper，664 F. Supp. 852.

赔偿责任。”从此规定看，受到损失的投资者是损害赔偿请求权人。但该条文规定颇为粗糙，缺乏可操作性，故有学者主张，内幕交易损害赔偿的请求权主体包括两大类：非集合竞价内幕交易的反向投资人和集合竞价内幕交易的反向投资人。[50] 此种关于损害赔偿请求权主体的观点从一般损害赔偿的角度看，应无非议，但是从惩罚性赔偿的角度则应斟酌。

笔者认为，非集合竞价方式内幕交易的反向投资人不宜作为惩罚性赔偿请求权的主体。非集合竞价方式内幕交易的特点在于一方当事人掌握利好或利空信息，并利用信息优势与对方当事人在证券交易所之外面对面地自愿协商订立证券交易合同。内幕交易人从中获得的所有利益均为与其直接交易的反向投资人一人损失的结果，对整个证券市场大多数投资者没有造成实质意义上的损害，也没有损害大多数投资者投资的热情与信心，甚至对证券市场的秩序及稳定没有造成重要的影响，即该种内幕交易行为没有造成社会整体利益的损害，或者对社会整体利益没有造成多大的损害，因而没有借助惩罚性赔偿填补损害的必要。在满足构成要件的前提下，因与内幕交易人交易而受损失的反向投资人可以作为一般损害赔偿请求权的主体起诉请求一般损害赔偿。

集合竞价方式的内幕交易的反向投资人是惩罚性赔偿请求权的主体，但须具备一定的条件：(1) 主观善意。即于进行集合竞价方式的证券交易时不知道也不应当知道内幕交易人利用利好或利空信息于证券市场从事内幕交易。证券交易后得知的，不影响善意的认定。(2) 相反交易，即以集合竞价方式进行与内幕交易人交易方向相反的证券交易。内幕交易人利用信息优势在证券市场上获利，是证券市场的财富自相反投资人向内幕交易人涌流的结果，相反投资人遭受损失。与内幕交易人方向相同并期间相同的证券投资人尽管不知道内幕信息，但因与内幕交易人交易方向相同而获利或者免遭损失，是受益人而非受害人，故不可作为惩罚性赔偿请求权的主体。(3) 同时交易。所谓同时交易是一个相对的概念。相反投资人人数众多，与内幕交易人的配对交易人无法确定，因而须以同时交易的概念在众多反向投资人中确定最接近的反向投资人。关于将何时参与证券市场的反向交易认定为同时交易，理论与实践中形成三种观点：其一，始于内幕交易开始，终于内幕交易结束。这种观点最符合“同时”的字面含义。其二，始于内幕交易开始，终于内幕交易行为结束后一段合理的时间。这种观点的理由在于，违法行为发生后，必然对证券价格产生影响，而违法行为结束后，此影响并非立即消失，而可能要持续一段时间。其三，始于内幕交易开始，终于正确信息披露为止。这种观点从信息披露的角度出发，最符合内幕交易的定义。[51] 我国台湾证券交易法历经八年的司法实践，于 2006 年将请求权人清晰地界定为“当日”买卖之人，其 2010 年证券交易法对此予以肯定和坚持。笔者认为，第一种观点所划定的请求权主体最接近内幕交易的配对当事人，是最合理的请求权主体，而我国台湾证券交易法规定的“当日”买卖之人不仅具有合理性，更具可操作性，并得到了五年多司法实践的检验。因此，集合竞价方式下当日、善意从事与内幕交易相反交易的投资人为惩罚性赔偿请求权主体。

（二）内幕交易惩罚性赔偿额的基点

关于内幕交易惩罚性赔偿额的基点，我国台湾证券交易法与美国证券交易法有不同的态度。第一，我国台湾以当日、善意与内幕交易人反向交易的投资人因内幕交易而遭受的损失额为准认定；而美国则以内幕交易人获利或者得以避免的损失的数额为准认定。第二，我国台湾 1988 年证券交易法以及之后几经修改的证券交易法均规定以消息未公开前内幕交易的反向投资者买入或卖出该股票的价格与消息公开后十个营业日收盘平均价格之间的差额为准计算反向投资者的损失。美国采取较灵活的做法，以消息公开前股票内幕交易人买进或卖出价格与内幕信息披露后合

〔50〕 参见王江凌：《内幕交易民事责任主体问题研究》，《国家检察官学院学报》2006 年第 1 期。

〔51〕 于莹：《证券法中的民事责任》，中国法制出版社 2004 年版，第 228 页。

理时间内价格变化的差额为准。多长时间为合理的时间，法官具有裁量权。

笔者认为，首先，我国构建内幕交易惩罚性赔偿制度应当以反向投资者的损失为基点。不否认无论以反向投资者的损失为基点还是以内幕交易人的受益为基点可能会得出相同的数据，但由于我国的赔偿请求权主体是投资人，而非证券交易委员会，而且惩罚性赔偿的主要功能在于填补损害，在此基础上实现惩罚与阻却功能，因此以反向投资者的损失为基点更合乎论证逻辑。其次，关于反向投资者的损失的计算应当赋予法官裁量权。我国台湾证券交易法以内幕交易价格与消息公开后十个营业日收盘平均价格之间的差额为准计算反向投资者的损失，具有操作性，从避免法官滥用裁量权角度而言具有重要意义。但是消息公开后多长时间内能够发生价格的颠覆性变化受很多因素的影响，因个案情形的不同而有区别，不是立法者预先能够判断和决定的，法律不易也不应当作硬性规定。而借鉴美国法的规定，以内幕交易价格与消息公开后合理的时间内价格变化之间的差额为准计算较为妥当，多长时间为合理的时间，由法官依据个案的实际情况予以裁量。

（三）可见损害倍数的合理性

纵观各种惩罚性赔偿可见损害的倍数的认定，或者惩罚性赔偿额的认定，有几种方法：第一，法律明确规定可见损害的倍数，法官只能依据法律的严格规定认定惩罚性赔偿额。例如，美国阿拉巴马州规定，造成身体损害的案件中惩罚性赔偿的数额为实际损害数额的三倍或者150万美元以内。这种做法比较通行，佛罗里达州、爱达荷州、伊利诺伊州、印第安纳州、内华达州、新泽西州、俄亥俄州、俄克拉荷马州等均以此种方法确定惩罚性赔偿额。[52] 我国消费者权益保护法规定惩罚性赔偿为可见损害的一倍，食品安全法规定惩罚性赔偿为可见损害的十倍。第二，法律规定一个幅度，由法官在这个幅度内决定合理的倍数，或者认定惩罚性赔偿额。例如，《最高人民法院关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》第8条规定的五种欺诈行为的惩罚性赔偿额不超过买方已付购房款的一倍；美国阿拉斯加州规定惩罚性赔偿额在50万美元的三倍以内，最多不超过四倍。第三，法律将裁量权完全赋予法官，由法官决定可见损害的倍数，或者惩罚性赔偿的数额。美国最高法院在1996年的BMW of North America，Inc. v. Gore案[53] 中首次明确指出惩罚性赔偿应当与可见损害具有合理的关系，并在2007年的Philip Morris USA v. Williams案中继续坚持BMW案所确定的“合理关系”这一标准。[54] 我国侵权责任法第47条及《最高人民法院关于确定民事侵权精神损害赔偿责任若干问题的解释》第10条未对惩罚性赔偿的合理倍数予以规定，将裁量权赋予法官。

就内幕交易的惩罚性赔偿的计算，我国台湾与美国的证券交易法均采取上述第二种方法，即确定一个幅度，在这个幅度内，法官有一定的裁量权。但仍有些许差别：我国台湾的证券交易法原则上以反向投资人可见损害的三倍认定惩罚性赔偿，情节轻微的方得以适当减少；美国证券交易法规定了一个上限——内幕交易人获利或者避免的损失数额的三倍或者100万美元，法官可以在此限度内根据个案的具体情形自由行使裁量权。

我国经济发展起步晚，现处于快速发展而非稳定发展阶段，经济发展的情况直接影响到证券市场。经济生活中有多少因素影响上市公司的业绩不在上市公司甚至国家管理部门的预料和掌控之中。内幕交易行为将给证券市场及整个国家经济的增长带来何种程度的破坏，以及惩罚性赔偿以可见损害的几倍认定较为合理，非立法者所能预知和科学计算。鉴于此，对于惩罚性赔偿额的计算，笔者建议不严格规定可见损害的倍数，而是赋予法官一定的裁量权，在个案中根据内幕交

〔52〕 See American Tort Reform Association, http://www.atra.org/issues/index.php? issue=7343, visited on 2010-1-20.

〔53〕 517 U.S. 559, 116 S. Ct. 1589, 134 L. Ed. 2d 809 (1996).

〔54〕 127 S. Ct. 1057 (2007).

易给社会整体利益造成的损害情况予以认定。当然，还应当考虑法官的判断能力和司法环境等各种复杂情况，对法官的裁量权予以一定的限定。我国台湾与美国惩罚性赔偿的认定，在赋予法官裁量权的同时又予以一定的制约，这一点具有极其重要的借鉴价值。

鉴于我国幅员辽阔，人口众多，证券市场投资人庞大，上市公司发展受各种可变因素影响等，笔者建议惩罚性赔偿额应当在可见损害的二至五倍之间，并由法官根据个案的具体情况在此限度内决定合理的倍数。法官确定倍数应当参照的因素包括被告人的过错程度、内幕交易行为导致的社会整体利益损害的程度、被告人的清偿能力、原告受害的程度等。[55]

**Abstract**: Punitive damages substantially impose a higher amount of damages than the compensatory one. However, the facial "extra compensation" operates virtually to compensate the victims as well as the society as a whole, for their intangible loss hidden behind the conspicuous actual damage. As is well accepted, one of the fundamental functions of punitive damages is compensation, by means of which the goals of both deterrence and retribution are well served.

Among several inherent chronic diseases of the stock market in China as well as in any other country, the worst and most hazardous is insider trading, which by depriving the other investors of their legitimate profits or shifting the tort－feasors' imminent loss upon the other investors, exploits the general investors so severely as to unbalance the stock market, jeopardize not only the functions of fund collecting, capital asset pricing and capital disposing, but also the faith and incentive of the general investors. So grave is the intangible loss brought about by the insider trading that itself thereafter suffices the social damage, which is not adequately recognized and covered by both the traditional tort law theory and current law practice. The punitive damages can offer the most efficient and effective alternative to negate the impact brought by the threat of adversely substantiating the tortfeasor's right to trample over the others, which couldn't be more manifest in the cases of insider trading when the dominant tort－feasors exert their overwhelming influence upon the helpless general investors. To be specific, the victims are entitled to plead for damages as much as several times of the profit gained or the loss avoided by the insider traders. Only by this way can the law realign the balance, restore the order of the stock market, address the transaction security, promote the prosperity of the financial system, then eventually facilitate and protect the general investors.

**Key Words**: insider trading, punitive damages, damage compensation

[55] 美国路易斯安那州法院在 1985 年 Watson v. State Farm Fire and Casualty Insurance Co.（469 So. 2d 967）案确定了如下标准：a. 行为是否出于轻率或者涉及事先知晓风险；b. 行为造成危险的巨大程度；c. 行为所追求目的的重要性；d. 行为人的能力大小；e. 是否存在促使行为人欠缺考虑而仓促行动的具体情形。路易斯安那州第一巡回上诉法院在 Angeron v. Martin（649 So. 2d 40）案中考虑如下因素：a. 原告损害的种类和受损程度；b. 被告的财富和经济情况；c. 被告侵害行为的性质；d. 被告侵害行为对于正义和公理的践踏程度。