

## 论内幕交易民事责任之否定

吕成龙\*

**内容提要：**内幕交易民事责任是长期困扰我国证券法治的重要议题，除因果关系外，内幕交易的侵权客体也难以认定。究其原因，这与我们对内幕交易民事责任性质认识模糊、对规则存在路径依赖等因素有密切关系。在分析法理学视角看来，司法审判机关塑造的“知情权”“公平交易权”无法经受法理证成的检验。霍菲尔德理论视域中权利与义务相伴相生，由此观之，证券信息披露义务的法定性与市场投资者的知情权利存在天然冲突，而公平交易权不仅面临概念内涵与内幕交易行为人“不交易义务”之间的悖论，而且在多层、多级、多向的内幕交易形势下，行为人往往无法识别自身是否承担该种义务。即便以纯粹经济损失论证内幕交易民事赔偿的合理性，依然面临法理证成的诸多难题。面向未来，我们应当考虑放弃内幕交易民事责任，转向以公权力规制作为内幕交易负外部性矫正的法律手段。

**关键词：**内幕交易 霍菲尔德 知情权 公平交易权 证券民事责任

2023年6月9日，最高人民法院审判委员会专职委员刘贵祥在第十四届陆家嘴论坛上表示，关于证券内幕交易和操纵市场民事责任的司法解释已经提上工作日程。<sup>〔1〕</sup>但长期以来，内幕交易民事责任可谓证券法治中的“哥德巴赫猜想”，其责任的承担基础、因果关系论证和赔偿计算方法长期困扰着理论界和实务界。尽管内幕交易之侵权责任性质得到了法学理论界和实践部门的大致认同，<sup>〔2〕</sup>但亦遭到不少质疑，<sup>〔3〕</sup>赵旭东也认为现有的部分支持内幕交易民事责任的分析和主

\* 吕成龙，深圳大学法学院院长聘副教授。

本文为吕成龙主持国家社会科学基金项目“证券监管介入上市公司治理的体系性构造研究”（21CFX077）的研究成果。

〔1〕 参见咎秀丽：《刘贵祥：关于证券内幕交易和操纵市场民事责任司法解释已进入最高法工作日程》，载 [https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202306/t20230610\\_6349466.html](https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202306/t20230610_6349466.html)，最后访问时间：2023年7月22日。

〔2〕 参见曾洋：《内幕交易侵权责任的因果关系》，载《法学研究》2014年第6期。

〔3〕 参见耿利航：《证券内幕交易民事责任功能质疑》，载《法学研究》2010年第6期；缪因知：《内幕交易民事责任制度的知易行难》，载《清华法学》2018年第1期。

张,在某种程度上带有简单化和情绪化的倾向。<sup>〔4〕</sup>《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)(2019年修订)继续保留了内幕交易民事责任的设计。然而,“内幕交易究竟侵害了什么权”这一问题,仍付之阙如。内幕交易行为人究竟是侵害了其交易对手“善意同时反向交易者”之“以信息对称为核心的公平交易法益”<sup>〔5〕</sup>,还是侵害了投资者的“平等知情权”<sup>〔6〕</sup>,抑或是“违反证券法中公平原则的不公平交易行为”下的“公平交易权”?

光大证券公司2013年“乌龙指”所引发的内幕交易民事诉讼,为我们进一步解构此难题提供了实践参考。本案中,上海市高级人民法院借此机会对内幕交易侵权的法理进行阐述,提出“内幕交易直接侵害了交易相对方的知情权和公平交易权”<sup>〔7〕</sup>。但是,此两项“权利”之合法性、合理性基础及法理证成过程等尚不清晰。为此,本文将从分析法学的维度,借助霍菲尔德(Wesley N. Hohfeld)基本法律概念的分析工具,<sup>〔8〕</sup>详细解构内幕交易民事责任中的权利构建,并讨论纯粹经济损失证成等难题,以对内幕交易民事责任的主流学说提出新的质疑。最后,本文将论证内幕交易公法规制的内在原理与正当性基础,呼吁我国立法及司法转变内幕交易法律责任的承担形式。

## 一、内幕交易民事责任司法裁判的难点析出

### (一) 我国内幕交易民事责任的司法现状

《证券法》(2019年修订)第53条第3款规定:“内幕交易行为给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”此条款延续了此前《证券法》(2014年修正)第76条第3款的规定,仅删除“行为人”三字。回溯过往,内幕交易民事责任在我国已有一定历史。从早期规定来看,1993年《股票发行与交易管理暂行条例》概括规定了证券民事赔偿责任。之后,尽管《禁止证券欺诈行为暂行办法》《证券法》(1998年)及《证券法》(2004年修正)皆未对内幕交易民事责任作明确规定,但最高人民法院2000年发布的《民事案件案由规定(试行)》将证券欺诈纠纷和证券内幕交易纠纷等并列为民事案件案由。2005年《证券法》修订时,第76条第3款首次明确规定了内幕交易的民事责任,但没有对民事赔偿的属性与构成要件进行界定,不仅使学术界对此产生了一定理解差异,而且无法解答司法审判法律适用时面临的具体困惑。<sup>〔9〕</sup>

据公开资料显示,内幕交易民事赔偿案件仅涉及四起(系列)案件,这构成了分析内幕交易民事责任的有益参考。其一,“陈某丰诉陈某良案”因其撤回起诉而终结诉讼,<sup>〔10〕</sup>尽管该案具有

〔4〕 参见赵旭东:《内幕交易民事责任的司法政策与导向》,载《法律适用》2013年第6期。

〔5〕 前引〔2〕,曾洋文,第120页。

〔6〕 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第26页。

〔7〕 上海市高级人民法院(2016)沪民终146号民事判决书。

〔8〕 See Wesley N. Hohfeld, *Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning*, 23 Yale Law Journal 16 (1913).

〔9〕 参见赵旭东:《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》,载《比较法研究》2014年第2期。

〔10〕 参见江苏省南京市中级人民法院(2008)宁民二初字第136号民事裁定书。

标志性意义，但当事人撤诉使得本案无从展开司法裁判的论理。其二，在“陈某灵诉潘某深案”中，不仅陈某灵买入时间与潘某深卖出时间存在显著差异，而且陈某灵交易的部分股票每股净盈利7.37元，自然被司法机关驳回诉讼请求；遗憾的是，司法机关未借此机会论证内幕交易民事责任的性质。<sup>〔11〕</sup>其三，在“李某及吴某峰诉黄某裕内幕交易民事赔偿案”中，行为人是否相识依然是法院裁判的重要考量，但法院并未对侵权客体予以分析。<sup>〔12〕</sup>其四，光大证券“乌龙指”内幕交易民事责任案，虽然中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）所作《行政处罚决定书》甫一发布就面临了不少质疑，<sup>〔13〕</sup>但该案终以内幕交易违法性而尘埃落定，最高人民法院《关于光大证券股份有限公司“8·16”内幕交易引发的民事赔偿案件指定管辖的通知》拉开了该案证券民事赔偿的帷幕。<sup>〔14〕</sup>上海市高级人民法院裁判论理部分围绕“侵权法上的可责难性”“侵权诉讼”及“违法性和过错”等要素展开分析，<sup>〔15〕</sup>尽管此系列司法判决主要援引《证券法》（2014年修正）第76条第3款规定并根据一般侵权责任要件予以论证，但值得关注的是，在个别案件的判决中，法院对证券、期货市场内幕交易的责任性质也予以论理和分析，为我们分析内幕交易的侵权客体提供了参考对象，法院指出：

“内幕交易违背证券、期货市场公开、公平、公正的三公原则。内幕交易人利用内幕信息优势，与毫不知情的相对方进行交易，侵害了交易相对方的公平交易权，进而对交易相对方的合法财产权益构成严重威胁甚至造成实际损害，破坏证券市场交易制度的公平性，影响到一般投资人对证券市场公开、公正、公平的信赖，为证券、期货法律法规所禁止。对内幕交易期间投资者的损失赔偿是有条件的，当内幕交易与投资者的损失之间存在因果关系之时，投资者在内幕交易期间的交易损失才能够获得赔偿。由于内幕交易直接侵害了交易相对方的知情权和公平交易权……”<sup>〔16〕</sup>

〔11〕 本案审理中并未明确内幕交易民事赔偿的性质，而是仅对因果关系稍加论证，认为诉讼双方在“本案诉讼前并不相识，陈某灵买卖大唐电信股票并非受到潘某深的引导”。参见北京市第一中级人民法院（2009）一中民初字第8217号民事判决书。

〔12〕 报道显示，吴某峰从2007年9月21日开始买卖中关村科技控股公司股票，截止到2008年8月20日，吴某峰共计损失5528914.86元，吴某峰认为该损失系由于黄某裕、杜某内幕交易行为所致。在本案裁定文书中，法院的裁判逻辑同样是先从吴某峰与黄某裕的私人关系出发，似乎想先从民法的一般欺诈原则出发予以论证，由于本案有效证据表明当事人之间互不相识，法院最终认为，虽然黄某裕等因为内幕交易而被科以了刑事法律责任，但这与吴某峰的证券交易损失之间不存在必然的因果关系，因为吴某峰是基于其个人过往的投资经验来决定是否买卖股票的，并未受到被告欺骗，应自行承担有关损失。参见北京市高级人民法院（2014）高民申字第02751号民事裁定书；北京市第二中级人民法院（2011）二中民初字第20524号民事判决书；田浩：《股民诉黄光裕证券内幕交易案一审宣判 损失与内幕交易间无因果关系 原告诉求被驳回自担交易风险》，载《人民法院报》2012年12月21日，第3版。

〔13〕 参见缪因知：《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》，载《法学》2014年第1期；李睿：《光大证券异常交易事件的刑法评析》，载《华东政法大学学报》2014年第5期；陈洁、曾洋：《对“8·16光大事件”内幕交易定性之质疑》，载《法学评论》2014年第1期。

〔14〕 参见张先明：《最高人民法院就光大证券“八·一六”内幕交易引发的民事赔偿案件指定管辖 行政处罚确认的侵权纠纷应当受理 省会及计划单列市中级人民法院一审管辖》，载《人民法院报》2013年11月16日，第4版。

〔15〕 参见上海市高级人民法院（2016）沪民终334号民事判决书；上海市高级人民法院（2016）沪民终157号民事判决书。

〔16〕 上海市高级人民法院（2016）沪民终146号民事判决书。此外，在“光大证券股份有限公司与李某晖证券内幕交易责任纠纷案”中，法院认定被上诉人在光大证券公司进行内幕交易的时间段内，进行了相同证券品种的反向交易并产生了交易损失，法院对内幕交易侵害“公平交易权”进行了说理。参见上海市高级人民法院（2015）沪高民五（商）终字第58号民事判决书。

在此,且不论法官可否通过司法裁判创设具体民事权利的问题,仅从规范技术层面来看,此所谓“交易相对方的知情权和公平交易权”的合法性基础在何处?可否得到彼时《证券法》《中华人民共和国侵权责任法》(以下简称《侵权责任法》)以至现今《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)的支持?在本案审理时,《侵权责任法》第2条第2款以列举加兜底的方式确定了18种代表性的“人身、财产权益”,但就内幕交易的侵权客体而言,皆无直接对应的权利类型。《民法典》相较于此前《侵权责任法》的一个重要变化是,其没有以列举加兜底的方式来界定“人身、财产权益”,而是在第1164条中概括规定“侵权责任编”调整对象为“因侵害民事权益产生的民事关系”。如此一来,《民法典》中的“民事权益”进一步失去了作为类比推理参考对象的可能。此种立法上“宜粗不宜细”的民事权益,在实务中,给内幕交易案件司法审判和法官们带来了切实难题。

## (二) 内幕交易民事责任的法理切口

为解决上述问题,我们首先要界定何谓“民事权益”。从文义拆解的角度来看,其包括“权利”和“利益”,此种概念区分深受德国民法的影响,<sup>[17]</sup>而德国之所以如此区分,目的在于为不同侵权责任设置不同的构成要件。从民法一般理论来看,具备归属效能、排除效能和社会典型公开性的为侵权法上的“权利”,反之则只能归于一种“利益”。<sup>[18]</sup>与之相应,《德国民法典》第823条第1项规定了因过错不法侵害他人绝对权并造成损害的侵权责任,第823条第2项和826条则分别对违反保护他人的法律并造成损害、故意以违反善良风俗的方式施加损害于他人的情况进行了规范。<sup>[19]</sup>不难发现,在我国现有侵权责任规范体系下,尽管从解释论上我们可以将“民事权益”拆解为“民事权利”和“民事利益”并作相应法律解释和论证,<sup>[20]</sup>但此区分在具体司法实践中的意义相对有限。我们所面临的核心问题是,“交易相对方的知情权和公平交易权”能否被“民事权益”这一概念所涵摄。

诚如康德所言:“问一位法学家‘什么是权利?’就像问一位逻辑学家一个众所周知的问题‘什么是真理?’同样使他感到为难。”<sup>[21]</sup>但也如边沁所述,我们总需要尝试“剥去其神秘的面具”<sup>[22]</sup>。当今,权利泛化已成为现代社会公共论辩领域的一种突出现象,诸多新兴(新型)权利内容广泛且具有不确定性。<sup>[23]</sup>逻辑分析是法学研究的生命力所在,面对纷繁复杂的理论学说与

[17] 参见朱岩:《违反保护他人法律的过错责任》,载《法学研究》2011年第2期;葛云松:《〈侵权责任法〉保护的民事权益》,载《中国法学》2010年第3期;于飞:《侵权法中权利与利益的区分方法》,载《法学研究》2011年第4期。

[18] 参见前引[17],于飞文。

[19] Vgl. BGB § 823, 826.

[20] 参见吕成龙:《错误出生的法理寻踪与新解》,载《清华法律评论》第8卷第1辑,清华大学出版社2015年版,第102-122页。

[21] [德]康德:《法的形而上学原理——权利的科学》,沈叔平译,商务印书馆2009年版,第41页。

[22] [英]H. L. A. 哈特:《实证主义和法律与道德的分离(上)》,翟小波译,载《环球法律评论》2001年第2期,第182页。

[23] 参见雷磊:《新兴(新型)权利的证成标准》,载《法学论坛》2019年第3期。

实践观点，最好的方法正是化繁为简，将复杂的法律问题化约为若干最为基本的法律关系，<sup>〔24〕</sup>这是探讨内幕交易民事责任的法理切口。对此，作为分析法学巅峰之一的霍菲尔德的“司法推理中应用的基本法律概念”，可为我们理解法律关系提供基本的路线图。<sup>〔25〕</sup>

鉴于有关霍菲尔德的理论研究日渐丰富，<sup>〔26〕</sup> 本文不再赘述，仅对该分析工具的核心概念稍作说明。在霍菲尔德基本法律概念理论中，权利（right）、特权（privilege）、权力（power）和豁免（immunity）统称为法律利益（legal interest）。<sup>〔27〕</sup> 尽管自耶林开始，作为权利本质的利益就被法学家发现，<sup>〔28〕</sup> 但权利却容易被不加区别地用以指称法律案件中的特权、权力或豁免等概念，并由此造成逻辑、表述甚至法律适用的混乱。为厘清不同法律利益的内涵及其相互关系，霍菲尔德归纳出司法推理中应用的基本法律概念及其相反、相依关系，并指出权利是一个人针对他人的肯定性要求权，特权是一个人免受他人的权利或要求权约束的自由，权力是针对他人的对特定法律关系的肯定性“控制力”，而豁免则是在特定的法律关系中，一个人免受他人的法律权力或控制力约束的自由。<sup>〔29〕</sup> 因此，在民事权利视域下，作为侵权责任法核心的“权利—义务”关系内涵一定是：我要求，你必须。<sup>〔30〕</sup> 我们可以此为出发点和解释路径，探求交易相对方的知情权和公平交易权能否构成一项法律上的权利，或者是其他法律上的利益形态，然后方可讨论可否及如何救济。司法推理中应用的基本法律概念请见表 1。

表 1 司法推理中应用的基本法律概念

法律上的相反方 (opposites)	权利 (right)	特权 (privilege)	权力 (power)	豁免 (immunity)
	无权利 (no-right)	义务 (duty)	无权力 (disability)	责任 (liability)
法律上的相依方 (correlatives)	权利 (right)	特权 (privilege)	权力 (power)	豁免 (immunity)
	义务 (duty)	无权利 (no-right)	责任 (liability)	无权力 (disability)

〔24〕 参见王涌：《法律关系的元形式——分析法学方法论之基础》，载《北大法律评论》第 1 卷第 2 辑，法律出版社 1999 年版，第 576—577 页。

〔25〕 参见熊静波：《法律“最小公分母”的证成——一个化简为繁的法律关系理论的内在逻辑及其意义》，载《法制与社会发展》2019 年第 3 期。

〔26〕 参见王涌：《私权的分析与建构——民法的分析法学基础》，北京大学出版社 2020 年版；陈锐：《法律关系内容的重构：从线性结构到立体模型》，载《法制与社会发展》2020 年第 2 期；陈锐：《法律关系理论溯源与内容重塑》，载《政法论丛》2020 年第 6 期；张永健：《物权的关系本质——基于德国民法概念体系的检讨》，载《中外法学》2020 年第 3 期。

〔27〕 整组概念的中文翻译有不同表述，参见王涌：《寻找法律概念的“最小公分母”——霍菲尔德法律概念分析思想研究》，载《比较法研究》1998 年第 2 期；前引〔26〕，王涌书，第 76 页；〔美〕W. N. 赫菲尔德：《司法推理中应用的基本法律概念（上）》，陈端洪译，载《环球法律评论》2007 年第 3 期。

〔28〕 参见前引〔26〕，王涌书，第 43 页。

〔29〕 参见〔美〕W. N. 赫菲尔德：《司法推理中应用的基本法律概念（下）》，陈端洪译，载《环球法律评论》2007 年第 4 期。

〔30〕 参见前引〔27〕，王涌文。

## 二、司法裁判中内幕交易侵权客体的霍式解剖术

### （一）内幕交易与知情权的关系

知情权来源于英文 the right to know。<sup>〔31〕</sup> 由此观察，知情权当属于霍菲尔德理论下的“权利”范畴。目前，有关知情权的研究在公法与私法中已汗牛充栋。具体到经济法领域，知情权在消费者权益保护中价值较为突出，李友根教授提出，民事交易活动的当事人，对于与交易有关的信息所享有的特定利益，可称之为知情利益，申言之，在民事法律关系中，知情权主要通过告知义务的方式加以实现，告知义务则是基于诚实信用原则的一种附随义务。<sup>〔32〕</sup> 如霍菲尔德所论：“即使最宽泛地使用‘权利’这个词和这个概念的人也习惯于将‘义务’作为其不变的对应物来思考。”<sup>〔33〕</sup> 在认定知情权为一项私法权利（right）的前提下，一定对应着特定主体的告知义务（duty），这在一般商品交易场景下很容易理解，但在现代证券市场之中却面临重重困难。因为二级市场证券交易已不再是“面对面”交易，而是由计算机系统按照“价格优先、时间优先”的原则自动、匿名撮合而成。此种情形下，市场投资者是否有权利要求内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人与其分享内幕信息呢？与之相应，内幕信息知情人和非法获取内幕信息之人，又是否有义务向其他交易者告知内幕信息？显而易见，在主体众多、交易量大、交易额高、换手率高及风险因素多样的证券交易中，<sup>〔34〕</sup> 此种要求根本不具有现实可行性。也许有观点认为，由域外 *In re Cady, Roberts & Co.* 这一经典案件所演绎的“披露或戒绝交易原则”（disclose or abstain）已蕴含了法定知情人的义务，<sup>〔35〕</sup> 即如果内部人拥有重要非公开消息，其必须在交易前进行揭露或戒绝交易直至消息已公开。对此，我们可以从以下两个方面分析。

一方面，从各主要资本市场信息披露法律来看，信息披露主体具有法定性、强制性和唯一性，只得为发行人本身。究其原因，根据有效市场假说（efficient markets hypothesis），股价对信息的反映程度可以作为测度有效市场的基础，<sup>〔36〕</sup> 在弱势有效市场及半强势有效市场情况下，股票市场价格能够反映出关于公司运营前景的历史信息或所有已公开信息，<sup>〔37〕</sup> 换言之，任何对内幕信息非法定渠道的公开披露都将渐次反映到股价之中，进而对上市公司的治理与股票价格产生影响。鉴于此，我国《上市公司信息披露管理办法》（2021年修订）第3条第3款后句规定：“任何单位和个人不得非法要求信息披露义务人提供依法需要披露但尚未披露的信息。”从这个意义上看，知情权利与上市公司的法定披露义务的唯一性之间，存在明显的规范与现实冲突。需稍作说明的是，上海市高级人民法院在前述裁判文书中提及“基于有效市场理论，假定证券及期货

〔31〕 参见汪习根、陈焱光：《论知情权》，载《法制与社会发展》2003年第2期。

〔32〕 参见李友根：《论经济法权利的生成——以知情权为例》，载《法制与社会发展》2008年第6期。

〔33〕 前引〔29〕，W. N. 赫菲尔德文，第115页。

〔34〕 参见前引〔4〕，赵旭东文。

〔35〕 See *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907 (1961).

〔36〕 参见丁志国等：《有效市场的检验——行为金融对EMH理论的批判》，载《当代经济研究》2017年第3期。

〔37〕 See Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *The Journal of Finance* 383 (1970).

市场的价格受所有投资公众可获知的公开信息的影响，交易时不披露内幕信息，会在极大程度上影响市场价格的真实性”<sup>〔38〕</sup>。该推理本身存在逻辑跳跃，尽管其注意到股价与信息之间的关系，但不仅忽略了证券市场信息披露义务的法定性与唯一性，而且没有仔细甄别虚假陈述与内幕交易的差异，因为内幕交易不仅不会影响价格真实性，反倒可能更有效率地促进真实股价形成，<sup>〔39〕</sup>更遑论其同时反向交易方乃基于自身判断作出交易决策。

另一方面，如“披露或戒绝交易原则”内涵所示，证券市场内幕信息知情人完全可以通过戒绝交易的方式来独善其身。换言之，在内幕信息知情人拥有内幕信息且没有交易的情况下，不仅其他投资者无法要求其披露任何信息，而且内幕信息知情人本身亦不负有任何法律上的责任（liability）。更何况，对于非法获取内幕信息情况，投资者无从知晓谁为非法获取内幕信息的人，更无从要求其分享内幕信息。此类内幕交易实行者不具备披露重大非公开信息的能力和义务，并不侵害其他证券投资者的“知情法益”。<sup>〔40〕</sup>

## （二）内幕交易与公平交易权的关系

从上海市高级人民法院的裁判及前述学界的研究来看，证券市场“善意同时反向交易者”之“以信息对称为核心的公平交易法益”以及“违反证券法中公平原则的不公平交易行为”下的“公平交易权”，已经获得了一定共识。何谓“公平交易权”？从学理上看，有研究指出“在遵守法律法规及交易规则的前提下，所有投资者拥有均等的买卖证券的机会，均等交易机会的内核是公平的交易决策机制”<sup>〔41〕</sup>。遗憾的是，“均等交易机会”仰赖“公平的交易决策机制”之推论，恐怕依然没有精确地刻画出该权利之内容。本文认为，公平交易权在法理上与司法实践中皆难以证成，原因包括以下五项：

第一，证券市场中的公平从来不是纯粹私人交易法律关系视域下价值目标，而属于公法的价值追求，理性经济人追求经济利益最大化。因此，将“交易”一词冠以“公平”本身值得怀疑。即便我们将“公平交易权”纳入“金融消费者”这一时髦概念下讨论，依然存在普通“消费者”和“投资者”的区别。尽管金融消费者同样享受安全权、知情权、公平交易权等权利，但证券市场的投资者从发行主体处购买的是“投资产品”，应界定为“投资者”。<sup>〔42〕</sup>美国《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）也没有对金融消费者概念本身费太多笔墨，该法规定了金融消费者与投资者两个并列的概念，前者主要适用于银行领域，而后者主要适用于证券领域。<sup>〔43〕</sup>因而，在内幕交易的民事案件中，“公平交易权”实际上与日常消费者的“公平交易权”是不一样的。

第二，即便我们不考虑消费者与投资者的区别，将“投资者”置于“消费者”的概念下，反倒会遇到更大的实体法逻辑障碍。其中，《中华人民共和国消费者权益保护法》（2013年修正）

〔38〕 上海市高级人民法院（2016）沪民终146号民事判决书。

〔39〕 参见缪因知：《反欺诈型内幕交易之合法化》，载《中外法学》2011年第5期。

〔40〕 参见前引〔2〕，曾洋文。

〔41〕 前引〔2〕，曾洋文，第120页。

〔42〕 参见刘迎霜：《我国金融消费者权益保护路径探析——兼论对美国金融监管改革中金融消费者保护的借鉴》，载《现代法学》2011年第3期。

〔43〕 参见廖凡：《金融消费者的概念和范围：一个比较法的视角》，载《环球法律评论》2012年第4期。

(以下简称《消费者权益保护法》)第 10 条规定:“消费者享有公平交易的权利。消费者在购买商品或者接受服务时,有权获得质量保障、价格合理、计量正确等公平交易条件,有权拒绝经营者的强制交易行为。”如用霍菲尔德语言翻译该条文,则是指消费者在购买或接受服务时,有权(right)获得质量保障、价格合理、计量正确等公平交易条件,经营者有义务(duty)对此予以保障,否则消费者有权(immunity)拒绝经营者强制交易行为。如果我们把这一条的内容类比推理至内幕交易双方,那么,内幕交易的同时反向对手方是否有权获得质量保障、计量正确和价格合理的公平交易条件?证券市场是风险市场,不管是“风险越大收益越大”还是“买者自负原则”,都是为了强调自甘风险,具言之:(1)交易证券的质量仰赖于上市公司等发行主体,需自行研读各种信息公开文件,结合宏观经济与行业发展预测,分析发行主体的证券质量和价格趋势,与该证券的交易对象——内幕信息持有人——无关;(2)计量正确,我国证券实行集中结算制度,由中国证券登记结算公司统一处理,即便有错误也有相应赔偿机制;(3)价格合理,价格是否合理需要自行判断,正是因为交易双方对价格的判断存在差异,才有了交易的可能性,若认为价格不合理,投资者享有决定是否投资的特权(privilege)。因此,证券交易的双方一方愿卖/买,另一方基于对证券本身的价值判断而愿买/卖,很难说有违《消费者权益保护法》之公平交易的要求。

第三,也许会有观点继续类比消费者公平交易权的信息要素,主张“公平交易”最主要的意涵在于交易应当在充分的信息条件下自愿达成,在涉及内幕交易的事件中,双方应该在信息对称的条件下自愿交易。如知情权部分所论,证券市场本身就是建立在信息不平等基础上的,如果双方都有平等的信息量,证券市场不会有交易。退一步而言,如果主张这里“充分信息”是指防范不合理的信息优势(内幕信息),似乎能够证成内幕交易对手方的“公平交易权”,即对内幕信息持有方来说,其丧失了进行交易的自由(privilege),且有义务(duty)“不交易”。但如此一来,不仅“所有投资者拥有均等的买卖证券的机会”无从谈及,而且鉴于规范上根本不允许其达成交易,使之成为一项要求任何内幕信息持有人“不交易”的权利,以“公平交易权”这一语词概括变得名不符实。尽管内幕信息持有人事实上仍然可以交易,却完全丧失了交易上的责任豁免(immunity),这对被动获知内幕信息者而言尤不公平。譬如,在 SEC v. Cuban 案中,被告 Cuban 是 Mamma.com 公司持股 6.3% 的股东,在接到 Mamma.com 公司首席执行官电话后, Cuban 首先承诺对电话内容进行保密,然而,其在知晓公司将进行投资并且被邀参加这一计划后,表示此计划会稀释股权且不喜欢该计划,但却只能无奈说道:“这下好了,我被卡住了,我不能卖了。”〔44〕

第四,也许有观点认为,抛开概念语词的表面问题不论,公平交易权完全可以“以要求对方不交易”而界定其权利内涵。我们可以假设证券交易者有权利要求任何持有内幕信息的人有不得与其进行交易之义务,那么,内幕信息持有者违背该义务的结果是与证券公司达成委托合同并完成股票交易,但缔结合同本身并不会对交易者造成任何侵害,否则,便会推导出订立合同是侵权

〔44〕 See SEC v. Cuban, 620 F.3d 551 (5th Cir. 2010).

手段这样的诡异结论。至于该交易是否使得交易者“因祸得福”而盈利，或者遭受可能的财产损失已经是下一个层次的问题。退一步而言，现代证券市场交易由计算机集中撮合及匿名匹配完成交易，证券交易者在客观上无法要求内幕信息持有人不与其交易，因为交易系统无法事先识别何人是内幕交易行为人并将其排除在外。如果要实现此效果，只有证券交易者有权利要求内幕信息持有人不与任何所有人（anyone）进行交易，但是，这在“一对一”的私法关系下是无法实现的，否则便会突破平等民事法律关系基本范畴。

第五，目前设置公平交易权的真实社会价值十分有限，原因有二：一方面，从我国内幕交易违法行为的发展趋势来看，“泄密—受密型”内幕交易逐渐增多，<sup>〔45〕</sup>信息在经过多层、多级、多向传递后，作为内幕信息的属性很容易逐层弱化，对于非法定内幕信息知情人等以其他合法方式获取内幕信息的交易者而言，难以发现自己将借此获得不合理的信息优势，即便知晓消息存在内幕信息的可能性，但层层传递之后消息的真实性、准确性和权威性亦已大打折扣，若仍然苛责其有“不交易”义务并且承担民事责任，没有正当性基础。另一方面，证券交易双方是复杂、模糊、动态的群体，交易者可能会买入利用内幕信息交易并随后流转至其处的股票。因而，究竟何人属于最终受害方实际上很难确定，这是域外拟制同期交易投资者作为“替代原告”的原因。<sup>〔46〕</sup>此种情形下，立法为拟制的被侵权主体设置该公平交易权的意义，同样将变得比较苍白。综上所述，目前司法实践所塑造的“公平交易权”并非一项真正的权利，至多是一种朴素的、模糊的权利主张（assertion of rights）。<sup>〔47〕</sup>

### 三、内幕交易民事责任的比较观察与重思

#### （一）内幕交易民事责任的比较观察

内幕交易民事责任侵权客体的确定已经面临不少困难，那么，我们为何还要设置民事责任？比较来看，美国是世界上较早对内幕交易进行规制的国家，其在规制过程中亦曾面临规则阙如的挑战。回溯历史，美国早期通过多数规则、少数规则和特定事实规则来追究高管或董事购买自身所在公司股票的法律责任，由于彼时规则演绎往往基于董事信义义务及相应股东派生诉讼机制而展开，所涉及民事责任情形往往较为局限。<sup>〔48〕</sup>不管是1947年的Kardon v. National Gypsum Company案，还是Speed v. Transamerica Corporation案，法院面临的是当时“面对面”的交易时代，<sup>〔49〕</sup>裁判论理负担较轻。例如，在Speed v. Transamerica Corporation案中，法官认为“内幕人，如大股东等，若不披露其因内部职务知道但出售股票小股东不知道、有可能影响出售者判

〔45〕 参见吕成龙：《内幕交易的“源头规制”：动因、经验与路径》，载《证券市场导报》2020年第9期。

〔46〕 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——〈证券法〉修订草案第92条之评析》，载《法律适用》2015年第8期。

〔47〕 参见前引〔23〕，雷磊文。

〔48〕 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677-679页。

〔49〕 下述美国经典的内幕交易诉讼案件在国内外学术文献中已经达成了共识并已有较多阐述，不再展开。参见吕成龙：《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》，载《清华法学》2017年第4期。

断的、与股票价值有关的重大事实，其购买小股东股票的行为属于违法”<sup>〔50〕</sup>。不过，随着证券市场规模发展及集中撮合机制的形成，内幕交易民事责任的法理证成显得愈加困难，美国法院亦不得不想方设法予以裁判并突破先例。

美国对内幕交易民事责任的演绎起始于欺诈（fraud）的概念。在普通法下，证成欺诈须满足虚假陈述、重大性、事实性陈述、故意（scienter）且为引诱原告信赖而进行此等陈述、合理信赖和遭受损失这六个条件，<sup>〔51〕</sup>之后，再借由 SEC 规则 10b-5 的规定下欺诈、相关性、任何证券、证券买卖四个基本要素的论证而形成逻辑链条。<sup>〔52〕</sup>由于内幕交易民事责任理论匮乏，法官只得想方设法在欺诈、披露义务与内幕交易之间建立联系。1961 年，美国司法机构在前述 *In re Cady, Roberts & Co.* 案中，首次提出内幕交易是一种证券欺诈行为。<sup>〔53〕</sup>然而，由于内幕交易并非如虚假陈述一样具有主动性，单纯的沉默本身并不构成欺诈，除非在行为人有披露义务的情况下，不披露的行为可构成欺诈或通常所说的“故意隐瞒”。<sup>〔54〕</sup>因此，要证成内幕交易为“欺诈”，需要首先论证存在披露义务。鲍威尔法官在 *Chiarella v. United States* 中给出了最为经典的逻辑：“在普通法中，为了引诱别人信以为真而虚假陈述，属欺诈行为。某人在交易完成前，没有披露重大信息，是否构成欺诈，决定于他是否有披露的义务。这种披露义务是否存在，在于交易对手方是否有权知道己方所掌握的信息。对手方是否有权知道，决定于双方之间是否存在信托或类似的其他信任和信赖关系。”<sup>〔55〕</sup>概言之，是否具有披露义务是欺诈成立与否的前提，承担信义义务则是披露义务的基础，由此，内幕交易与信义义务紧密相连。

传统上，由于信义义务只存在于公司的内部人（insider）之中，只能解决传统内部人内幕交易的责任问题。美国联邦法院曾试图借助 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* 案，将禁止内幕交易义务扩展至任何从事内幕交易之人，却遭到证券行业的强烈反对。正因如此，在 1980 年上述 *Chiarella v. United States* 案中，法院认为作为印刷工人的 *Chiarella* 不负有信义义务，<sup>〔56〕</sup>其他人没有权利要求 *Chiarella* 不进行交易，更谈不上后续民事责任。在 1983 年 *Dirks v. SEC* 案中，尽管法院通过法律拟制的方式来推导信义义务传递，但逻辑前提仍在于泄密人本身的信义义务及受密人知晓其对信义义务的违背。<sup>〔57〕</sup>九十年代之后，即便为解决信息盗取情形下内幕交易责任的证成难题，美国法院亦始终围绕信义义务进行论证，甚至不惜冒险对传统信义义务进行大幅扩展，最终，其在 *United States v. O'Hagan* 案中将信义义务扩展至公司外部人员对信息来源（source of information）之义务。<sup>〔58〕</sup>

〔50〕 前引〔48〕，路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼书，第 686 页。

〔51〕 See Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, *Securities Regulation VII*, 4th Edition, Wolters Kluwer Law & Business, 2012, p. 427.

〔52〕 参见高西庆、夏丹：《证监会在解释和发展证券法中的作用》，载《证券市场导报》2006 年第 4 期。

〔53〕 参见前引〔3〕，耿利航文。

〔54〕 参见许德风：《欺诈的民法规制》，载《政法论坛》2020 年第 2 期。

〔55〕 陈舜：《内幕交易理论的普通法基础》，载《证券市场导报》2005 年第 1 期，第 31 页。

〔56〕 See *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222 (1980).

〔57〕 See *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646 (1983).

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

## （二）美国内幕交易责任认定的内在缺陷

在普通法中，欺诈将产生民事救济。在信义义务违背而引致欺诈之后，便可推导出内幕交易民事责任，但美国司法机构对信义义务的扩展在多个环节上存在逻辑跳跃，无法充分证立内幕交易民事责任，主要原因如下：

其一，不管是董事等传统内部人，还是基于受密而获知内幕信息的受密人，如在卖出型内幕交易中，尽管其背弃了对公司的信义义务，但其对市场上随机出现的潜在买受人并不负有此义务。换言之，此权利义务不存在于证券交易者之间，而是存在于传统内幕信息知情人与其所属公司之间，因而，理论上无从谈及证券交易者之间的披露义务与后续内幕交易民事责任。正如波斯纳法官在 *United States v. Dial* 案中所指出的那样，“在当事人之间有信赖关系或信义义务时，应认为一方已在交往之中‘购买’了‘诚实’（candor），而这是另一方承担披露义务的内在原因”<sup>〔59〕</sup>，这一点在证券市场交易中是不存在的。其二，在 *O’ Hagan* 案所最终奠定的盗取理论下，内幕交易行为人与内幕信息来源之间信义义务的认定，本身较为牵强，由此种信义义务而推论欺诈的证成存在瑕疵。其三，对于其他参与内幕交易人士，诸如酒吧工作人员、出租车司机等各种道听途说者，其对公司、市场中相关股票的买受人和出卖人，不存在任何信义义务，也无需承担民事责任。其四，在当今证券交易所语境下由计算机匹配的匿名交易中，内幕信息行为人并无“引诱别人信以为真而虚假陈述”的可能性，亦无“披露重大信息”的可行性，传统欺诈理论难以直接适用。其五，内幕交易行为并不直接影响交易决策，<sup>〔60〕</sup> 甚至有助于促进股价向真实股价变化。事实上，欺诈市场理论（fraud on the market theory）如同前述有效市场假说一样，在内幕交易民事法律关系中并无用武之地，且新近呈现出摇摇欲坠之态势。<sup>〔61〕</sup>

美国侵权责任的论证逻辑是从“义务违反”（breach of duty）开始演绎推理，但如上所述，利用内幕信息从事交易者不仅不一定具有信义义务，而且法院在其他构成要件论理中亦存在诸多缺陷，导致义务违反与损害结果之间的因果关系变得扑朔迷离。尽管美国司法机构曾尝试解决此论证难题，但至今仍然没有实质进展。简言之，1974 年，*Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith* 案援引 1972 年 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 案所确立的原则，推定内幕交易行为人与同时反向购买者损失之间的因果关系，<sup>〔62〕</sup> 但这一案例迅速遭到反对，在 1976 年 *Fridrich v. Bradford* 案<sup>〔63〕</sup> 中，法官认为 *Shapiro* 案中的因果关系推定是将面对面交易中对卖方信赖义务无根据地扩大。<sup>〔64〕</sup> 但是，由于美国长期以来对民事诉讼制度充满热情，不断激发着立法者、投资者对内幕交易民事责任的憧憬，美国更是在 1988 年通过了《内幕交易和证券欺诈执行法》（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act）并借此赋予反向交易者

〔59〕 前引〔54〕，许德风文，第6页。

〔60〕 参见前引〔4〕，赵旭东文。

〔61〕 参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020年第6期。

〔62〕 See *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).

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

〔64〕 关于内幕交易民事责任在美国司法诉讼中的发展情况，我国学者已进行了较为充分的阐述，达成了基本共识。参见前引〔3〕，缪因知文；前引〔3〕，耿利航文。

民事索赔权。<sup>〔65〕</sup>遗憾的是,不仅该规则体现出“急用先行、事急从权”的意味,<sup>〔66〕</sup>而且由于其并非理性逻辑的产物,依旧没有解决因果关系证立问题。<sup>〔67〕</sup>这些因素导致该条在美国司法实践中效果平平。

### (三) 内幕交易侵害民事权益的再审视

除却前述知情权与公平交易权,内幕交易是否会引致其他民事权益侵害?一方面,广义权利概念在霍菲尔德视域下分为四种样态,我们可再尝试逐一检验:(1)关于权利,内幕交易同时反向交易方最有可能证成为权利的“知情权”和“公平交易权”尚难以成立,恐怕已经无法找到其他有法理说服力的权利概念;(2)关于特权,内幕交易对手方交易的特权没有受到任何影响,且后期对霍菲尔德理论做出进一步发展的阿尔伯特·科克里克(Albert Kocourek)甚至指出特权并不是一种法律关系,他人“无权利”(no-right)干预本身没有法律意义;<sup>〔68〕</sup>(3)关于权力,内幕交易对手方作为交易当事人,在交易双方意思自治及合约达致这一环节的法律关系中,权力并无存在空间;(4)豁免,交易双方根据交易规则达成股票买卖过程中,除非出现交易系统故障或错误,否则他人皆无权改变这一法律关系,交易对方也难以改变和控制,因而,豁免亦不受影响。可见,内幕交易不会侵害同时反向交易者的各种广义的权利状态,法院若以创设新型权利的方式来解决此法律难题,会面临极大理论风险。

另一方面,从“权益”的角度来看,内幕交易所引致相关损失是否为纯粹经济损失(pure economic loss)是值得进一步检验的问题。德国学者冯·巴尔(Christian Von Bar)曾对纯粹经济损失进行了界定,指出纯粹经济损失是侵犯了除法律保护的权利和利益之外的其他利益而造成的损害,然而,其所声称的“法律保护的权利和利益”却令人琢磨不透。<sup>〔69〕</sup>在普通法下,纯粹经济损失被理解为非因对人的身体、情感精神、名誉、财产的实际侵害而引起的金钱或商业利益损失。<sup>〔70〕</sup>不难发现,两大法系对纯粹经济损失尚没有明确统一的界定,葛云松提出我们可以将纯粹经济损失理解为“非因绝对权受侵害而发生的财产上的损害(不利益)”<sup>〔71〕</sup>。申言之,对于纯粹经济损失是否可得侵权责任法保护的问题,欧洲绝大多数国家采取消极态度。<sup>〔72〕</sup>即便在承认纯粹经济损失赔偿的法域,也采纳了原则上不予赔偿、例外赔偿的方案,以此保护人的一般行动自由、增强法的可预期性、防止诉讼闸门打开导致责任过度等。<sup>〔73〕</sup>具言之,《德国民法典》通过第823条第2款和第826条确立了两条保护纯粹经济利益的一般通道,但同时,明确将过失侵害其他法律未保护的纯粹经济利益排除在外。在此基础上,德国在特别立法、学说、判例上发现应受保护的纯粹经济利益时,再个别予以承认。英美法与德国法相似,除故意及违反制定法义务

〔65〕 See Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, Pub. L. No. 100-704, § 1, 102 Stat. 4677 (1988).

〔66〕 参见前引〔46〕,周伦军文。

〔67〕 参见前引〔52〕,高西庆、夏丹文。

〔68〕 当然,科克里克对此恐怕存在一定的误读。参见前引〔26〕,王涌书,第102页。

〔69〕 参见陈磊:《普通法视角的纯粹经济损失》,载《清华法学》2010年第5期。

〔70〕 See Dan B. Dobbs, *An Introduction to Non-Statutory Economic Loss Claims*, 48 Arizona Law Review 713 (2006).

〔71〕 葛云松:《纯粹经济损失的赔偿与一般侵权行为条款》,载《中外法学》2009年第5期,第692页。

〔72〕 参见前引〔69〕,陈磊文。

〔73〕 参见张新宝、李倩:《纯粹经济损失赔偿规则:理论、实践及立法选择》,载《法学论坛》2009年第1期。

所引致的侵权外，因过失所引致侵权成立的前提是“被告是否对原告有相应的注意义务（duty of care）”〔74〕，但至今在证券领域，也只有虚假陈述等少数情况才可得赔偿。基于此，本文认为纯粹经济损失不应成为内幕交易民事救济的对象，原因有二：

从规范目的角度而言，纯粹经济损失之所以在比较法上呈现为谨慎且保守的立法实践状态，与保护一般行动自由及避免过度责任是分不开的，若非如此，行为人责任将无穷无尽，因此才有了截断责任链条的法律规则设计。结合经济学的讨论来看，内幕交易行为人同时反向交易方是否可得救济，主要取决于该损失究竟是真实的社会成本，还是财富转移的私人成本。只有行为导致了社会成本，对纯粹经济损失进行救济才具有经济效率上的正当性，〔75〕否则不应予以救济。〔76〕对此，学界早先提出的反对监管内幕交易的理由可以提供一定参考。譬如，以亨利·曼尼（Henry G. Manne）为代表的学者提出内幕交易有助于给予内幕人以鼓励、有助于股价平滑与减缓波动，〔77〕缪因知亦曾论证反欺诈型内幕交易能更有效地产生真实股价、暴露欺诈、减少投资者损失，反倒有利于增加社会财富。〔78〕在此，即便不考虑此类完全或部分反对监管内幕交易的观点，证券市场投资者之间本身也存在“零和博弈”现象，即“所有投入市场的资源配置只存在主体间的移转，市场资源总量没有发生变化，卖方（最初的买方）的损失或利润就是买方（最后的卖方）相对应的利润或损失”〔79〕。内幕交易行为人与其同时反向交易者之间是一种财富的私人转移。耿利航也指出，内幕交易人借助于不正当的信息优势进行匿名交易并未对同期反向的交易者造成危害，因为不论其是否有内幕交易，同期反向交易者仍然会达成交易。〔80〕

从法律技术角度而言，内幕交易是否引致纯粹经济损失需进一步对三个具体操作问题进行检验：其一，内幕交易同时反向对手方是否遭到了损失，在对目前证监会所公布的《行政处罚决定书》实证观察之后，内幕交易行为人亏损的情况不在少数，甚至有的亏损至1600万之巨，〔81〕此种情形下，内幕交易相对方不一定遭到损失，更谈不上纯粹经济损失，这与传统情境下诸如挖断电缆导致餐厅营业损失之典型情形不具有可比性。其二，纯粹经济损失的救济原则上是建立在过错的前提下，但内幕交易行为人却不一定具有过错，尤其在多层级内幕信息传递的情况下，实际交易者不见得知晓其交易乃基于内幕信息，或只是听从他人的建议，或只是道听途说，这与传统董事、监事和高级管理人员等内部人依据内幕信息交易的主观状态完全不同，可能为无过错的主观状态。退而言之，即便是过失的主观状态，其亦需要内幕交易行为人对其同时反向对手方负有义务，鉴于前述信义义务难以证立，过失情况下内幕交易不能证成纯粹经济损失。其三，从比较

〔74〕 前引〔71〕，葛云松文，第697页。

〔75〕 参见张瀚：《纯粹经济损失的法经济学分析》，载《政法论坛》2020年第3期。

〔76〕 参见前引〔71〕，葛云松文。

〔77〕 参见前引〔48〕，路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼书，第675-677页。

〔78〕 参见前引〔39〕，缪因知文。

〔79〕 郑或：《证券市场零和博弈与监管有效性的法经济学分析》，载《法制与社会发展》2011年第5期，第32页。

〔80〕 参见前引〔3〕，耿利航文。

〔81〕 参见吕成龙、范良聪：《“触不可及”还是“近在咫尺”？——证监会内幕交易执法的风格与逻辑》，载《证券法苑》第26卷，法律出版社2019年版，第286页。

法一般规范来看,证券领域因虚假陈述、专业人员及专业机构因过错而导致的损失已经达成一定共识,<sup>[82]</sup>但对其他证券违法行为引起的损失目前并无广泛认可,不能盲目延伸内幕交易的民事责任链条。若放眼更广阔的视野来比较,结合韩国、日本和欧盟等立法继受地区的经验来看,其或对内幕交易民事责任规定笼统,或索性并无民事责任的规定,<sup>[83]</sup>凸显了内幕交易民事责任证成的难度。因此,尽管坚持设置内幕交易的民事责任本身不失为一种法政策选择,但我们需要有更充分而有说服力的民事责任法理论证,尤其是侵权对象和因果关系问题。

#### 四、秩序法益：公共执法作为内幕交易规制工具

从内幕交易规制的法理正当性而言,鉴于禁止内幕交易有助于证券市场公正、有助于消除内幕人推迟披露重大信息的动机、有助于保护公司财产权等优点,<sup>[84]</sup>世界各主要资本市场的公法规范皆对内幕交易予以明确禁止,否则信息本不对称的市场将会演变成“柠檬市场”。由此而言,“秩序法益”是内幕交易规制中最为重要的考量。不过,负外部性的矫正一定要通过民事责任来实现吗?葛云松曾言:“在存在负外部性时,有时政府干预是比民事损害赔偿责任更好的机制。”<sup>[85]</sup>仅从前述内幕交易侵权对象证成难题与因果关系论证难题出发,目前,民事责任很难成为矫正内幕交易外部性影响的工具。以霍菲尔德基本法律概念分析,规范上的权力(power)是国家实现主权意志的手段,<sup>[86]</sup>借由法律赋予证券监管机构、检察及司法机关权力追究内幕交易行为人的行政及刑事责任(liability),使得公权力主体具备影响法律关系的能力,这不仅是现代政府有效运作的基石所在,同时也避免了前述权利(right)与义务(duty)之私法进路的法理障碍。

这里值得进一步讨论的是,公法规制下的证券市场是否追求绝对“公平”的秩序法益。从实证法来看,尽管《证券法》(2019年修订)规定“证券的发行、交易活动,必须遵循公开、公平、公正的原则”,但在诸多证券法规则中,市场参与者之间法律上的交易地位差异十分显著。譬如,《证券法》(2019年修订)第36条规定上市公司持有5%以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员在转让其所持有的股份时,面临一系列涉及持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式及信息披露的规定,普通市场投资者不受此限制;再譬如,《证券法》(2019年修订)第44条对上述人员及其配偶、父母、子女等在买入后6个月内卖出或在卖出后6个月内又买入所得利益有专门规定,要求将所得利益归于公司所有。类似规定并不鲜见。究其原因,《证券法》(2019年修订)第36条和第44条之所以对上市公司前述人员进行规制,除夯实董事信义义务等目的之外,也意在降低其利用职务信息优势进行利益输送的可能性。可见,尽管公平的交易秩序被认为

[82] 参见前引[73],张新宝、李倩文;满洪杰:《论纯粹经济利益损失保护——兼评〈侵权责任法〉第2条》,载《法学论坛》2011年第2期;程啸:《侵权责任法》(第3版),法律出版社2021年版,第193-194页。

[83] 参见前引[3],缪因知文。

[84] 参见前引[48],路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼书,第673-674页。

[85] 前引[71],葛云松文,第720页。

[86] 参见郑春燕:《现代行政过程中的行政法律关系》,载《法学研究》2008年第1期。

是证券市场运转的基石，但此“公平”是一种具有矫正性的公平，目的在于从实体规则上改善不同的交易能力者之间的过大差异，尤其倾向于保护一般市场投资者，<sup>〔87〕</sup>这一点从行政监管的角度理解并无问题，但不应直接适用于私法关系之中。也许有观点指出，既然证券法上的公平是一种矫正性的公平，前述“公平交易权”是否也可以理解为一种矫正性的公平或索性命名诸如“公正交易权”？笔者对此同样持反对态度。如此表述不仅容易引发歧义，而且同样无法将其证立为一项“权利”。

从可行性和效率性方面来看，一如各主要发达市场和我国的实践所示，在内幕交易行为外部损害显现且行为模式高度标准化的情形下，以行政监管矫正市场行为有利于大幅降低社会成本，是一种富有效率的制度设计。<sup>〔88〕</sup>尽管内幕信息持有者事实上仍可从事交易，但其违反禁止性规定的公法责任亦不能免除，由此可形成对内幕交易的法律威慑，促进形成有效的证券市场交易秩序。客观而言，我国在过去三十年内幕交易的规制中，证券监管取得了显著的效果，执法数量与执法水平不断提高。但需要注意的是，执法的有效性不仅体现为执法数量的增加，更要经受合法性与合理性的检验，尤其是行政调查与行政处罚环节，证监会应当制定更为清晰的调查规则、证据规则、听证规则和处罚规则，以精益求精的工作方法来实现精准执法的目标，笔者在此前研究中也尝试予以专门分析。<sup>〔89〕</sup>在上述规则完善的情况下，证监会应尽力实现科学的规制策略并避免“运动式”执法，坚持根据证券市场本身的违法违规分布而适当地分配行政监管资源。<sup>〔90〕</sup>在公司内部治理中，证监会应当进一步要求上市公司执行内幕信息知情人登记的要求，借助于更好的公司治理与内部控制规范来实现“由内而外”的内幕交易防治，尽力实现“源头治理”。当然，如若立法机关认为应当对因内幕交易遭受损失的投资者进行补偿，我们不妨参考美国公平基金（federal account for investor restitution fund）制度，<sup>〔91〕</sup>将证监会内幕交易罚没款项用于奖励举报者或者补偿受损的投资者，这不失为一种矫正负外部性的有效方式。

## 五、结 语

没有民事责任的内幕交易总令人感到少了些什么，而美国法上内幕交易民事责任的设置又进一步佐证了我们的判断，在此两种因素交叠之下，内幕交易民事责任的设置似乎变得理所应当。但我们需要正视的是：自我国内幕交易民事责任设置以来，实践中没有发生一起被司法机关所肯定且经得起法理推敲的民事赔偿案件，比较经验同样显示了民事责任的捉襟见肘。本文认为，这一现象值得我们反思“内幕交易是否应当设置民事责任”这一经典话题，正视其内在权利与利益

〔87〕 参见朱锦清：《证券法学》（第3版），北京大学出版社2011年版，第116页。

〔88〕 See Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Incomplete Law*, 35 New York University Journal of International Law and Politics 931 (2003).

〔89〕 参见吕成龙：《证监会行政调查制度的解构与重述》，载《证券市场导报》2018年第5期；吕成龙：《中国证监会内幕交易处罚的裁量之治》，载《法学评论》2021年第5期。

〔90〕 参见吕成龙：《证监会地方执法的绩效实证与机制改革》，载《行政法学研究》2021年第4期。

〔91〕 参见邢会强：《内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择》，载《中国社会科学》2018年第4期；郭雳：《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》，载《清华法学》2018年第6期。

证成的难题。公允地说，自从内幕交易民事责任被引介至我国后，我国学界作出了卓有成效的探索，但几十年的时间里，我国社会经济环境已经发生了显著的变化，多层、多级、多向的各类内幕交易不断演化，与经典的内幕交易情景已有很大不同。面向未来，我国立法要更加科学地规制经济社会活动，勇于接纳“内幕交易不宜追究民事责任”这一客观事实，集中精力借助于公共执法以更好地矫正内幕交易给市场秩序所带来的负外部性，这同样是我国证券法治为世界贡献的中国智慧与制度成果。

---

**Abstract:** The civil liability of insider trading is an important issue that has plagued the rule of law of our securities market for a long time. As the Securities Law fails to provide an accurate and clear basis for judicial judgments, except the causation problem, it is difficult to identify the infringement objects of insider trading. The reason why the civil liability of insider trading presents this kind of paper-based legislation phenomenon is closely related to some factors, such as our vague understanding of the nature of civil liability of insider trading and the reliance on rule path dependence. In practice, the so-called “right to know” and “right to fair transaction” shaped by our courts, from the perspective of analytical jurisprudence, cannot stand the test of legal proof. According to Wesley N. Hohfeld’s theory, rights and duties coexist. It can be seen from this that there is a natural conflict between the legality of securities information disclosure requirements and the right to know of market investors. The right to fair trading faces the paradox between concept connotation and the “non-trading obligation” of insider trading actors. Meanwhile, the actor often fails to recognize that he has undertaken this kind of obligation. Especially in the new situation of multi-level and multi-directional insider trading, the right to fair trading does not have theoretical and practical feasibility. Even if the rationality of civil compensation for insider trading is demonstrated by pure economic loss, it still faces various difficulties on its justification. Therefore, we should consider abandoning the path of civil liability of insider trading, and turn to use public enforcement as legal means to correct the negative externalities of insider trading.

**Key Words:** insider trading, Wesley N. Hohfeld, right to know, right to fair trading, civil liability for insider trading

---

(责任编辑: 李 敏 赵建蕊)