

内幕交易监管体系构建的 法经济学分析

张邦辉¹, 陆渝梅²

(1. 重庆大学 贸易与行政学院, 重庆 400030; 2. 北京理工大学 管理与经济学院, 北京 100081)

摘要:“卡尔多-希克斯”效率和“规范霍布斯-科斯定理”框架下的法经济学分析表明:由于证券市场的特殊性和政府监管目标的双重性,内幕交易的行政监管往往处于事实无效的境地,而刑事监管则存在起点过高的问题;相对而言,私权救济是较为有效的内幕交易监管方式。但我国内幕交易私权救济制度的构建存在五个方面的基本障碍,本文在比较借鉴世界各国及地区已有立法经验的基础上,对这些障碍提出了具体的解决对策。

关键词:内幕交易;监管体系;法经济学

中图分类号:D922.29

文献标识码:A

文章编号:1008-5831(2004)02-0093-05

Analysis on the Construction of Monitoring System for Inside Trading by Legal Economics

ZHANG Bang-hui¹, LU Yu-mei²

(1. College of Trade and Public Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China;

2. College of Administration and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081, China)

Abstract: The legal economics analysis under the frame of Kaldor-Hicks efficiency and normative Hobos-Coarse theorem indicates that the administrative monitoring on inside trading is inefficient in reality because of the particularity of securities business and the double object of government monitoring, and the criminal monitoring has a problem that its jumping-off point is too high. Relatively speaking, relieving system from private law has a better effect on the inside trading monitoring, but the construction of it in China is faced by five basic obstacle, this paper carries a material analysis on them and puts forward some pertinent suggestions based on the comparison and reference on known legislation experience all of the other countries or regions.

Key words: inside trading; monitoring system; legal economics

一、现实分析:我国内幕交易监管体系的现状

内幕交易(Inside Trading)又称内部人交易或知情交易,是指掌握公开发行有价证券企业未公开的、可以影响证券价格的重要信息的人,直接或间接地利用该信息进行证券交易,以获取利益或减少损失的行为。从法理上讲,内幕交易动摇了证券市场的公平性基础;而从经济学意义看,内幕交易增加了代理成本、影响了证券市场上的资本流动性,因此对内幕交易的监管殊为必要。

从具体监管体系看,不同国家和地区采取了不

同的立法趋向。以美国为代表的国家在内幕交易的监管中侧重于私法手段之应用,建立了较完善的私权救济制度;而以日本为代表的政府主导型国家则将内幕交易的监管重心移向了公法(包括行政监管和刑事监管),并没有规定相应的民事赔偿制度。

我国内幕交易监管体系的构建,基本上遵循了日本的先例,形成了一种近于纠察式的监管体系。我国证券法“法律责任”一章共36条,几乎每一条都与行政责任有关,对每一种违法行为都规定了相应的行政责任。其中涉及到私权救济的仅有第192条

收稿日期:2003-12-15

作者简介:张邦辉(1966-),男,重庆人,重庆大学贸易与行政学院副教授,主要从事经济、管理、法学研究。

和第207条,其中192条规定对“证券公司违背客户委托买卖证券、办理交易事项以及其他违背客户真实意思表示办理交易以外的其他事项,给客户造成损失的行为,要依法承担赔偿责任”。后者规定,“违反本法规定应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任”。虽然确立了私权保护优先的思路,但在实际中,因为缺乏对民事赔偿金额的具体规定,私权救济制度的适用实际上处于被闲置和被架空的位置。相对于民事责任规定的笼统和疏漏,我国证券法对于行政责任的规定则不遗余力,如《证券法》第183条就规定:“证券交易内幕信息的知情人员或非法获取证券内幕信息的人员,在涉及证券的发行、交易或其他对证券的价格有重大影响的信息尚未公开前,买入或卖出该证券,或者泄露该信息或建议他人买卖证券的,责令依法处理非法获得的证券,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下或非法买卖的证券等值以下的罚款,构成犯罪的,依法追究刑事责任。”

轻民事监管、重行政监管是我国内幕交易监管体系的基本特点。这一建构理念的根源在于我国长期以来“重刑轻民”的法制观念以及政府主导型经济的影响,其理论依据就在于对公权力运用的信赖,认为只要能通过行政监管实现证券市场的整体公正,那么具体投资者的个别公正也将自然实现。而这一立法倾向的效果如何,还有待于现实的价值判断。

二、价值判断:内幕交易监管方式的法律经济学评价

如上所述,内幕交易的监管可以通过行政监管、刑事监管以及民事监管三种不同的方式加以推行,而三者的取舍则取决于价值的判断。因为从根本上说,三者都是对公平性法理标准的一种维系,因此不可能从纯粹法学的角度来判定,而只能从法律经济学的标准出发去追求一个相对最优的结果。

(一)法律经济学评价准则的确定

法律经济学源于 Coase 的《社会成本问题》(1961),又称经济分析法学(Jurisprudence of economic analysis),是运用现代经济学的价格理论、福利经济学以及公共选择理论等基本原理和方法考察、研究法律制度的形成结构、过程、效果、效率及未来发展的交叉学科。

法律经济学的核心衡量标准为经济“效率”,其

基本分析工具是“成本—收益”及其最大化。从法律经济学角度看,“法律的经济分析通过对法律规则(Doctrine)进行成本和收益分析及经济效率分析,使我们可以就法律实施的结果得出结论,并对特定法律安排的社会价值作出评价”。(R. P. 麦乐怡,1999)

值得注意的是,法律经济学的经济效率标准并非传统的“帕累托最优”,而是“卡尔多-希克斯”意义上的经济效率(Kaldor-Hicks efficiency),即在社会资源的配置过程中,只要那些从资源重新配置过程中获利的个人所增加的利益足以补偿(不要求实际补偿)因同一资源配置过程而受损的个体的利益,则整个资源配置过程就是合乎效率的。

法律经济学之所以采用这一评价准则,一方面是因为法律的一切活动不仅要受到经济效率的制约,还必须同时考虑法理上的公平性要求,因此不可能单纯追求利益最大化;另一方面也是因为“帕累托最优”往往只能用于市场中的自愿交易场合,而在实际的社会生活中,许多法律规定的权利都无法在市场上交易,也无法通过市场自愿交易来转换。

在涉及财产法的领域内,法律经济学还存在两个重要的评价准则,即“规范的霍布斯定理”和“规范的科斯定理”,前者要求“建立法律以使私人协议失败造成的损害达到最小”,后者则要求“建立法律以消除私人协议的障碍”(罗伯特·考特,托马斯·尤伦,1991)。

在“卡尔多-希克斯”效率及“规范的霍布斯-科斯定理”所确定的框架内,产生了法律经济学评价不同内幕交易监管方式的基本准则:即是否能够使资源重新配置过程中的整体利益得到增加;是否能够使私人协议失败时所造成的损害最小;是否能够有效消除私人协议的障碍。

(二)不同监管方式的法律经济学评价结果

根据“卡尔多-希克斯”效率及“规范的霍布斯-科斯定理”所确定的基本范式,可以发现,在行政监管、刑事监管和民事监管三种具体的内幕交易监管方式中,最富于效率的是民事监管的方式,即内幕交易的私权救济制度。

1. 政府监管目标的双重性和证券市场的复杂性决定了内幕交易行政监管的事实无效

(1)行政监管的处罚方式导致了“卡尔多-希克斯”效率的丧失。

“卡尔多-希克斯”效率要求资源重新配置过程中的整体利益得到增加,而这一点在内幕交易行政

监管中却无法达到。因为行政处罚中利益的获取方为政府机构,其本身并不是对在内幕交易中受损的善意反向交易人的利益补偿,虽说政府可能将行政处罚中获取的罚金致力于社会大众的福利改善,但其过程是间接的,而且具体的补偿程度也不确定。因此在行政处罚中,只有利益的获取方(政府)而没有利益的补偿方(受损投资者),本质上背离了“卡尔多-希克斯”效率的要求。

(2)政府行政监管的双重目标导致“规范的霍布斯定理”无法达到。

政府作为整个社会的管理机构,在证券市场上具有双重目标,一方面它要保证证券市场的健康平稳发展;另一方面它又要确保证券市场发展的满足其一定时期政策目标的需要(尽管从长远看,这一政策目标并不一定符合整个证券市场的利益)。因为内幕交易的出现本身就已经宣告了私人协议的失败,即协议(可能是显性的也可能是隐性的)的受托方(内幕人)没有履行自己的义务,这时不仅善意的反向投资者利益会受到损害,而且会损害到整个证券市场的公共利益,比如降低信息效率、加大证券市场风险、降低证券市场资本流动性等。但政府的行政监管却不一定着眼于使这两者的损害最小,因为只有当在证券市场发展的同时又能推动政府政策目标的实现,政府才会有监管的充分激励,而当两者间存在背离,特别是政府同时也是内幕交易的受益方时,政府很可能会选择“偷懒”,这时反向投资者和证券市场的损害都无法得到充分弥补,“规范的霍布斯定理”无从实现。

(3)证券市场的复杂性阻碍了内幕交易行政监管向“规范的科斯定理”的趋近。

证券市场有着高度的专业性特征,投资者间达成私人协议的障碍主要取决于双方对交易安全和预期收益的评价,而内幕交易的发生往往导致投资者对内幕人的不信任,虽然有行政监管,但由于证券市场的复杂性,政府不仅缺乏监控一切内幕交易行为的能力,而且在确定适用于内幕交易的具体行政处罚尺度时也会面临极大困难,处罚过重会影响到上市公司的业绩,因此政府在内幕交易的行政监管上往往会“避重就轻”,由此产生的处罚和利润不对称问题,无疑会降低广大投资者的安全感和预期收益并带来证券市场上交易成本的上升,这本身已违背“降低私人协议的障碍”这一“科斯定理”的要求。

2. 刑事监管的过高起点和量刑依据的不确定限制了其适用效果

刑事监管奉行罪法定原则,根据这一原则,犯罪的构成特征都应当在法律条文中明确规定出来而不能妄加推测(除非立法技术上的必要省略),但这一点在内幕交易上的适用性却受到了较大挑战。首先,内幕交易的主观目的难以准确界定,采用“故意说”则面临取证困难,而采用“过失说”则打击范围过大;其次,量刑依据难以确定,内幕交易属于情节犯罪,情节严重程度的判定依赖于具体的标准,但现实中的内幕交易既有“获取利益”又有“减少损失”,甚至还存在既无违法所得又未减少损失的情况,再加上证券市场本身的流动性特征,具体标准的制定将面临极大困难。

在主观要件和量刑依据都难以确定的情况下,刑事监管的费用支出将会远远超出由此产生的震慑作用,这不仅意味着司法资源的浪费,同时也标示着“卡尔多-希克斯”效率的流失。

另一方面,刑事监管是针对内幕交易行为人的事后处罚,而非追求受害人损失的补偿,这种情况下,伴随着内幕交易的私人协议失败所产生的损害将不可能得到充分弥补,“规范的霍布斯定理”也无从达到。

刑事监管的过高起点还导致了“制度真空”的产生,并非所有的内幕交易行为都会构成对刑法的违背,这将影响到刑事监管的实际效果。以日本为例,虽然该国规定对内幕交易人可以处以3年以下的有期徒刑(见日本证券交易法198条15项,1997年12月修改),但自1988-1997年10年间日本只处罚了11起内幕交易案件,而且其中只有1999年的东亚钢铁股票案件的一审判决中才对于丸红常务董事处以有期徒刑1年的实刑。可见刑事监管的适用范围存在着较大限制,当刑事监管无法对所有的内幕交易都做出规制时,证券市场上私人协议的障碍是无法有效消除的,“科斯定理”的要求也将无法满足。

当然,刑事监管本身对内幕交易行为仍然可以产生一定的震慑作用,但其低效率性和适用范围限制决定了它只能充当一种辅助的监管方式,而不可能在内幕交易的监管体系中处于主导地位。

3. 相对而言,私权救济制度是内幕交易监管中一种较有效的监管方式

内幕交易的民事监管最合乎“卡尔多-希克斯”

效率以及“规范的霍布斯-科斯定理”所确定的法律经济学评判准则。首先,内幕交易民事监管的直接目标就是弥补受损投资者的利益损害,而其监管活动本身还能够推动证券市场的稳定和发展,从而产生额外收益,因此符合“卡尔多-希克斯”效率的要求;其次,与行政监管和刑事监管相比,直接的私权救济显然比罚款和追究内幕人的刑事责任更能够弥补私人协议的损害,因此也更趋近于“规范的霍布斯定理”;最后,民事监管的私权救济让受害的投资者直接得到补偿,这显然能够更好地增强投资者对于证券市场的信心,提高其安全感,因此有利于降低证券市场的交易成本,有效减少私人协议的障碍,也更符合“科斯定理”的要求。

(三)对我国现行内幕交易监管体系的总体评价

根据对内幕交易行政监管、刑事监管以及民事监管效果的比较分析,民事监管,即建立内幕交易的私权救济制度最合乎“卡尔多-希克斯”效率以及“规范的霍布斯-科斯定理”范式的具体要求,因此内幕交易监管体系的构建也应以私权救济为主体。但在现实中,我国却选择了相对低效的以行政监管为主体的监管体系,其结果是内幕交易监管的“失灵”。据统计,迄今为止,我国证券市场上大约80%的违法案件都与内幕交易有关,而大约80%的违法交易额来源于内幕交易案件(章水仙,2001)。内幕交易监管体系的失灵同时带来证券市场发展的受挫。近几年来,全国证券市场的发展面临着愈来愈严重的信心危机,其根源就在于我国以行政监管为主体的监管体系的自身缺陷,因此重构我国的内幕交易监管体系,树立私权救济的核心地位,将是我国加强证券市场监管的必然选择。

三、规范分析:内幕交易私权救济制度的五维构建模式

虽然在“卡尔多-希克斯”效率和“规范的霍布斯-科斯定理”的既定框架下,内幕交易的民事监管将是最优的选择,但在现实中,这一制度的构建却面临五个方面的基本障碍,即如何认定原告资格?如何设置举证责任?如何确定因果关系?如何计算赔偿金额?如何实现民事诉讼机制?这五个问题都是制约内幕交易民事监管目标实现的关键因素,而其最终解决程度也将决定我国内幕交易监管体系重构的法律经济学效率。借鉴世界各国(或地区)的立法经验,本文在进行法律经济学分析的基础上,对这五个

问题的解决提出了具体建议。

(一)私权救济制度中原告资格的认定

对于原告资格的认定,美国在1988年《内幕交易与证券欺诈实施法》规定:“知情人员在信息公开前作出证券买卖的,任何在该时间内从事相反买卖的投资者,都可以提起损害赔偿诉讼。”而台湾地区《证券交易法》第157条则明确规定,内幕交易者对善意从事相反买卖的投资者负有赔偿责任。还有学者认为,相反交易人可以分为直接相反交易人和间接相反交易人两种,而后者并未与内幕人直接交易,因此不具有原告资格。

从法经济学角度考虑,对所有受害人都进行赔偿是降低内幕交易损害的最好办法,但在我国民事赔偿制度建立初期,由于司法资源的限制,最好先将原告局限于直接相反交易人的范围,等积累经验后再逐步扩大,这样既可以最大限度地弥补受损利益,又能够防止司法负担过重所带来的利益缺失,不失为一种较好的选择。

(二)举证责任的设置

内幕交易是一种实质上的侵权行为,根据侵权之诉的原理,原告一般应承担损害事实、主观过错以及损害行为和结果间因果关系的举证责任。但在现实中,因为证券市场的专业性和流动性特征,全部由原告进行举证殊为困难,也不符合私权救济的基本原则,因此,必须寻求更有效的举证责任归责原则。

借鉴美国和我国台湾地区的经验,内幕交易归责原则的确定,在主观上应以过错推定为主,公平原则和其他原则为辅,原则上使用推定因果关系,而不应赋予原告太多的举证责任,这样将有效降低民事诉讼的门槛,虽然滥诉现象可能随之产生并损害司法效率,但可以用其它机制来进行约束和弥补,如美国就规定:“初级举证责任在控方,次级举证责任在辩方。”

(三)因果关系的确定

内幕交易中损害行为和结果间的因果关系具有极强的隐蔽性,为降低民事诉讼的障碍,本文建议采用近年来在美国盛行的“同时交易说”观点,该理论源于1981年美国联邦第二巡回上诉法院对于Wilson v. comtech Telecommunications Inc, 648F 2d88 (2dcir 1981)案所作的判决,主张在证券市场中与内幕人员之内幕交易同时相反交易之善意投资者,是内幕交易的受害者,具有对内幕交易人员提出损害

赔偿之诉的资格,法律推定因果关系成立。

“推定因果关系”,尽管扩大了行为人的责任,但并不排斥被告反诉的权利,因此并不违背法律上的公平原则,具有较好的适用性。

(四) 赔偿金额的计算

内幕交易赔偿金额的计算,理论上有三种方法,即实际价值计算法、实际诱因计算法和差价计算法。在实践中,因为反向投资者的损失一般包括因内幕交易行为导致股价下跌或上涨造成的损失和因股市正常的价格波动造成的损失两部分,而这两者往往难以准确区分,因此实际价值计算法和实际诱因计算法的适用受到了一定限制。

相对而言,差价计算法,即以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计算赔偿金额是较为高效的方法,也已为多个国家和地区的立法所采用,如台湾证券交易法第157条第2项规定,内幕交易人“应就消息未公开之前其买入或卖出该股票之价格,与消息公开后10个交易日收盘平均价格之差限度内,对善意从事相反买卖之人负赔偿责任”;而加拿大证券法131条第6项规定,对于内幕交易以信息公开后20个交易日收盘平均价差作为赔偿额。但赔偿金额的确定还应以非法所得额为限,否则无限扩大民事救济,将会形成对公平原则的损害,并最终破坏民事监管的法律经济学效率。

(五) 民事诉讼实现机制

内幕交易民事诉讼往往涉及到众多投资者,因此如何简化诉讼程序、提高诉讼效率将是其实现机制的核心问题。

长期以来,我国对当事人一方人数众多的共同诉讼采用的是代表人诉讼制度,这一机制在现实中面临两方面困难,一是合格代表人的确定问题,一是当事人权利登记问题,这两个方面的争论都会带来效率的损失。而从法律经济学角度考虑,本文建议在代表人诉讼之外,另外设立团体诉讼,赋予某些团体诉权,即采用诉讼担当制度,诉讼担当人的确定,

则可以仿照我国台湾地区建立专门的“投资者权益保护协会”,这将能够有效提高我国内幕交易民事诉讼的效率;另外,面对可能的“内幕交易诉讼爆炸”所带来的司法资源稀缺,本文建议专门成立一个内幕交易纠纷调解机构充当民事诉讼前置程序,以最大限度减轻法院工作压力,为民事监管的效率实现奠定良好基础。

四、余论

我国内幕交易监管体系的构建不仅仅是一个立法问题,如何实现监管的经济学效率同样需要深入研究和思考,近年来的实证研究结果表明,当内幕交易管制缺乏效率时,内幕交易的收益反而会随之上升(Seyhuan, 1992; Arturo Bris, 2000; Bhattacharya and Daouk, 2000),因此笔者呼吁更多地从法经济学的角度考虑内幕交易监管体系的构建,以使其符合公平和效率的双重标准。

参考文献:

- [1] 罗伯特·考特,托马斯·尤仑. 法与经济学[M]. 上海:三联书店,1991.
- [2] 史晋川. 法律经济学评述[J]. 经济社会体制比较,2003,(2):95-103.
- [3] 王初,曾国平. 证券内幕交易与投资“套牢”的经济分析[J]. 当代财经,2003,(10):58-60.
- [4] 冯果. 内幕交易与私权救济[J]. 法学研究,2000,(2):91-101.
- [5] 齐文远,金泽刚. 内幕交易的经济分析与法律规制[J]. 法商研究,2002,(4):54-65.
- [6] WERNER Z HIRSCH. Law and Economics: An introductory Analysis (3rded.) [M]. Academic Press, 1999
- [7] FRANK ESTER BROOK. Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information [R]. Supreme Court Review [C]. USA: 1981. 323-326.
- [8] STEPHEN BAINBRIDGE. The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma [R]. 38 University Florida Law Review [C]. USA: 1986. 35.