

“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*

吕成龙** 范良聪***

摘要:在过去二十余年间,证监会内幕交易执法取得了显著的成效。但在由事前监管向事中、事后监管的过程中,如何消减过渡时期内案多人少的矛盾,仍然是证监会不得不考虑的重要问题。从行为法经济学的视角而言,“可识别的生命”比“统计意义上的生命”更具有感染力,易得性更会对人们的行为产生显著影响。若将两者运用于内幕交易执法领域,可能将有效地改变市场主体对违法成本与收益的认知,进而减少内幕交易的动机。为此,证监会短期内应当着重查处知名、重大与复杂案件。长此以往,证监会可将由此所节约的执法资源用于更多的普通案件执法,不断通过执法质量与数量的螺旋式推进以形成良性循环。

关键词:证监会 内幕交易 执法 易得性 惩罚性

* 本文系2017年度教育部人文社会科学研究青年基金项目“中国证监会内幕交易监管行为研究:1994-2017”(17YJC820035)的成果,同时受国家2011计划司法文明协同创新中心的支持。

** 深圳大学法学院助理教授,法学博士。

*** 浙江大学光华法学院副教授,经济学博士。

自1998年《证券法》通过以来,我国证券市场又走过了二十年的峥嵘岁月,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)的市场监管力度不断增强,2015年至2017年三年间,证监会分别作出行政处罚决定177件、221件和224件,罚没款金额分别达11亿元、42.8亿元和74.79亿元。^[1]2018年上半年,在证监会稽查系统新增立案中,“内幕交易、操纵市场、利用未公开信息交易案件30件、11件、3件,同比分别下降21%、31%、50%”,这被认为是“蔓延势头得到一定程度遏制”的证明。^[2]然而,令我们感到好奇的是:我国内幕交易的执法是否已经完全覆盖了所有的内幕交易?内幕交易的“暗数”都已被全面查处?^[3]更为值得深思的是:监管执法是否应当对任何一个可能的内幕交易案件以至于线索皆刨根问底呢?再进一步而言,执法数量的增加是否真有助于提高规制效果与增进社会福利呢?实际上,对这两个问题的回答会涉及证监会内幕交易执法的逻辑与风格,并直接关切到如何提升内幕交易的治理效果。

一、内幕交易监管的回顾与比较经验

(一) 我国内幕交易的监管回顾

早在阿姆斯特丹东印度公司股份交易时期,股票市场的内幕交易既已有之。^[4]就我国而言,自20世纪80年代股票市场恢复之后,我国证券市场相当长一段时期以来被称为“消息市”。如郭锋教授所说,投

[1] 参见中国证券监督管理委员会:《中国证券监督管理委员会年报2017》,中国财政经济出版社2018年版,第42页。

[2] 参见中国证券监督管理委员会:《证监会上半年稽查执法工作情况通报》,载中国证监会官网:http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201807/t20180720_341672.html,2018年9月15日访问。

[3] 早先时候,白建军教授研究发现证券领域存在大量的违法暗数,未被发现和惩戒却又实际发生的证券违法违规案件约是被发现案件数的1~4倍。参见白建军:《证券犯罪惩戒应坚持“严而不厉”》,载《中国经济时报》2005年9月14日版。

[4] See Lodewijk Petram, *The World's First Stock Exchange*, Columbia University Press, 2014, pp. 35-50.

资者都对各种内幕交易比较痛恨,却又千方百计地去打探内幕消息,^[5]其就像一个机会不均等的“赌场”。^[6]早先相关统计与定量研究也证实了我国内幕交易的情况不容乐观,其中:陆磊在2005年对29个城市共计626家证券公司进行了调查,近3/4的券商坦承内幕交易的普遍性;^[7]张宗新于2008年对全流通以后的股票市场进行研究后发现,很多上市公司重大事件的背后都有基于私人信息交易的行为,其因此推断内幕交易的概率很高;^[8]曾庆生对2007~2011年深圳证券交易所主板和中小板公司的内部人交易的统计后发现,“公司高管亲属的交易均获得了显著超常回报”。^[9]彭志等发现,2009年至2014年,我国上市公司并购重组过程中普遍存在信息提前泄露、内幕交易问题;^[10]张俊瑞等研究发现,自2010年启动融资融券之后公司发生内幕交易的可能性显著上升。^[11]

从监管执法的角度观察,近年来我国对内幕交易的规制取得了显著的成绩,但也经历了一番曲折历程。自1994年我国首次查处了第一起内幕交易案件以来,直到2009年,我国监管机构对内幕交易的查处相当有限,仅有19起,在多个年份中甚至未查处任何一起内幕交易案件。^[12]不过,2010年,五部委联合发布了《关于依法打击和防控资本市

[5] 参见郭锋:《构建中国特色的反内幕交易制度》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第45页。

[6] Nicholas Howson, *Enforcement without Foundation? Insider Trading and China's Administrative Law Crisis*, *American Journal of Comparative Law*, Vol. 60, No. 4, 2012, p. 957.

[7] 参见陆磊:《金融腐败的微观经济效应:一般均衡与金融业不良资产问题》,载《金融研究》2005年第2期。

[8] 参见张宗新:《内幕交易行为预测:理论模型与实证分析》,载《管理世界》2008年第4期。

[9] 曾庆生:《高管及其亲属买卖公司股票时“浑水摸鱼”了?——基于信息透明度对内部人交易信息含量的影响研究》,载《财经研究》2014年第12期。

[10] 参见彭志、肖土盛:《上市公司并购重组与内幕交易行为研究》,载《证券市场导报》2018年第1期。

[11] 参见张俊瑞等:《启动融资融券助长内幕交易行为了吗?——来自我国上市公司的经验证据》,载《金融研究》2016年第6期。

[12] 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。

场内幕交易意见的通知》,明确了惩治与防范证券市场内幕交易问题所面对的各种严峻局势,总结了内幕交易案件交易主体的复杂化、内幕交易方式的多样化以及交易操作手法的隐蔽化等特征,自此,证监会对内幕交易的执法力度显著提升。再之后,2013~2014年,《中国证监会关于进一步加强稽查执法工作的意见》(以下简称“加强稽查执法意见”)、国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》和国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》相继颁布,^[13]内幕交易更成为行政执法的重点领域,^[14]特别是2014年审结内幕交易案件69起,占到当年各类案件总数的42.3%。与此同时,随着证监会派出机构行政处罚试点的范围不断扩大,自2010年以来,各地监管局也先后查处了一些内幕交易的案件。^[15]例如,2016年,各地方监管机构共处罚23起内幕交易案件,涉及29人,个案平均处罚水平为6777135.84元,可谓表现出色。^[16]对此,本文不再赘述,不管是证监会年度报告,还是已有的实证研究,^[17]皆从不同维度证实了近年来内幕交易执法的显著成就。

(二) 美国证券监管执法的舍与得

与美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)相比,虽然执法重点有所不同,但我们仍会时常感到与其执法规模与强度存在差距,这也是我们对美国证券市场监管经验持续保持关注的原因。SEC在2016年和2017年单独对内幕交易执法诉讼分别为

[13] 中国证券监督管理委员会《关于进一步加强稽查执法工作的意见》(2013年8月)、国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发[2013]110号)、国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发[2014]17号)。

[14] 同注[12],吕成龙文。

[15] 参见《中国证券监督管理委员会派出机构行政处罚试点工作规定》(2010年10月26日)。

[16] 参见张翕:《中国证监会内幕交易行政处罚案例综述》,载彭冰主编:《规训资本市场:证券违法行为处罚研究(2016)》,法律出版社2018年版,第151页。

[17] 参见张航、李响:《对证监会执法强度的实证分析》,载《现代法学》2016年第1期;周天舒:《证监会对内幕信息传递人的选择性执法研究——以2011年至2015年内幕交易案件为样本》,载《北方法学》2017年第5期;同注[12],吕成龙文;同注[16],张翕文。

45 件和 41 件,但其年度执法总量却达到 548 件和 446 件,这还不包括违规申报案件 (delinquent filing) 和后续处罚案件 (follow-on proceedings)。^[18]两相比较,这是否意味着证监会的执法能力不如 SEC? 是否意味着证监会执法的威慑力更为有限呢?

在 SEC 任职逾二十年的 Jonathan Katz 坦言,相较于执法部门面对的线索数量,若非有足够的可信度、信息已经公开传播或媒体已经报道,SEC 不见得会开始调查,因为其有限的人力同样对此捉襟见肘,即便是调查案件,也同样可能会被积压良久。^[19]这一点在 SEC 的规则中也有体现,根据其执法部门所制定的《执法手册》(Enforcement Manual)之规定,SEC 是否启动非正式调查程序 (matters under inquiry) 的一个重要考量便是在有限时间内是否能够展开有效的调查,^[20]而在考虑是否转换成正式调查程序及确定优先级时,其会进一步考虑违法性质、受害者群体规模、给投资者造成的潜在损失、涉案金额、行动的紧迫性、对市场流动性影响、与执法优先性及目标的关系、涉案问题的广泛性、手法新颖性,等等。^[21]对此,有批评意见认为,SEC 只摘“低处的果子”,但 SEC 对调查工作开展的有限性也直言不讳,^[22]案件调查难度、重要性、影响力及新颖性都会成为优先查处的考量方面,复杂的案件或被暂且搁置。^[23]实际上,这与 SEC 的绩效评价机制有关,因为执法案件数量是可以被议会轻易感知到的绩效,故 SEC 自然会尽量多选

[18] 这两类案件在 2017 年分别达到 112 件和 196 件。参见 SEC Division of Enforcement, Annual Report A Look Back at Fiscal Year 2017。

[19] Jonathan Katz, *Reviewing the SEC, Reinvigorating the SEC*, University of Pittsburgh Law Review, Vol. 71, 2010, pp. 497 - 499.

[20] 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。

[21] See Securities and Exchange Commission Division of Enforcement, Enforcement Manual, Nov. 28, 2017.

[22] See Jonathan Macey, *The Distorting Incentives Facing the U. S. Securities and Exchange Commission*, Harvard Journal of Law & Public Policy, Vol. 33, 2010, pp. 646 - 647.

[23] *Supra* note 19, Jonathan Katz, p. 505.

择简单案件,^[24]也有学者证实 SEC 为增加年度预算而倾向于借助执法难度较低的案件以虚增执法产出数量。^[25]可见,并非每一个内幕交易案件都会进入 SEC 的调查程序,更遑论之后的民事诉讼、行政裁决程序情况以及 SEC 追诉案件约为 75% 的和解率。^[26]

尽管如此,SEC 前主席 Harvey Pitt 仍然宣称:“人们需要相信我们无处不在,若有违法,必被追究。”既然 SEC 的执法能力与威慑力也是相对有限,那其对内幕交易案件的监管并不是真正的“无死角”执法,^[27]只是在营造一种“无所不在”的氛围而已,而且这种努力也经常被无情吹散,已经过去的安然(Enron)、麦道夫(Bernard Madoff)等案既令 SEC 颜面尽失,多年的执法形象也被大打折扣。但即便如此,我们仍然会留有 SEC 执法部门是最为强大的执法部门之一的印象,罗培新教授也将其称为“神勇 SEC”。^[28]不过,若换一个视角来审视,其中原因或与 SEC 的执法逻辑和目标有关,也反映了背后的行为经济学原理。

二、内幕交易执法的威慑方式与成本

成本收益分析是经济学一以贯之的逻辑,不管是理性经济人假设,还是行为经济学对人的行为的描述,始终都离不开每个人对成本和收益的估算。因而,内幕交易执法不应仅以监管者的视角为出发点,更应以被监管者的立场与行为模式作为监管的逻辑起点,毕竟内幕交易监管的目的在于实现对被监管对象的威慑与惩罚。对内幕交易行为的阻

[24] See Tamar Frankel, *Let the Securities and Exchange Commission Outsource Enforcement by Litigation: A Proposal*, *Journal of Business & Securities Law*, Vol. 11, Fall Issue 1, 2010, p. 113.

[25] 参见徐文鸣、朱良玉:《中美证券法公共执行机制比较研究——基于监管机构投入产出的实证分析》,载《财经法学》2017年第3期。

[26] See Urska Velikonja, *Are the SEC's Administrative Law Judges Biased? An Empirical Investigation*, *Washington Law Review*, Vol. 92, No. 1, 2017, pp. 346, 365-366.

[27] See Eleanor Clift, *From Lap Dog to Pitt Bull*, *Washington Post* (September 17, 2002), Cited from Daniel Hawke, *A Brief History of the SEC's Enforcement Program 1934-1981*, SEC Historical Society, Oral Histories Committee, Sep. 25, 2002.

[28] 罗培新:《神勇 SEC: 张志熔“缴械”背后》,载《董事会》2012年第12期。

遏,无外乎三种方式:全面无死角地打击、“杀鸡儆猴”或两者兼而有之的折中办法。在此,我们不妨借助法律经济学成本收益分析的基本逻辑及其纳入行为经济学理论之后的扩展,看看有限执法资源约束条件下执法机关可以获得最大效果的处罚方式可能是什么。

(一)“无死角”执法的经济成本

越是严厉、程序越是复杂的执法手段,其执法成本越高,^[29]证监会的行政处罚正是如此。从理论上来说,无死角的打击方式有助于促使被监管对象减少侥幸心理和过度自信,但其会涉及监管成本与收益,而这一点自 Gary Becker 后已经被广泛地关注。^[30]事实上,在边际报酬递减规律的作用之下,百分之百执法所耗费的成本将变得无穷大,会远超过违法本身所带来的损害。^[31]

目前,内幕交易存在隐名化、集群化、跨界化和多层传递演化的趋势,^[32]查处难度与周期皆较大。2007~2011年,证监会内幕交易的查处的反应时间平均在28.2个月,而在2012~2016年,平均反应时间降为27.2个月,尽管查处的及时性得到增强,但从违法行为开始到证监会作出行政处罚平均仍需两年多时间,^[33]且还未考虑之后行政复议与行政诉讼程序的时间。再进一步而言,如果我们仔细审视既有的内幕交易执法案件,可以发现有的案件涉案金额并不大。譬如,在2010年第53号《中国证监会行政处罚决定书》案中,贾某章与刘某夫妻二人共投入23650元进行内幕交易并盈利5039元,从第一次内幕交易至作出处罚共计1700天,共处以35000元罚款;再如,2013年第21号《中国证监会行政处罚决定书》中,蒯某瑾买入金额为24526元,获利为10599.06元,罚款3万元,查处反应时间为486天。仅从《行政处罚决定书》来看,上述两案并非重大、疑难或新型案件,行政罚款金额也并不显著,假设该类案件的调查线索一度十分隐秘、调查过程曲折繁复,

[29] 参见张红:《走向“精明”的证券监管》,载《中国法学》2017年第6期。

[30] 参见杨晓维、张云辉:《从威慑到最优执法理论:经济学的视角》,载《南京社会科学》2010年第12期。

[31] 参见戴治勇:《选择性执法》,载《法学研究》2008年第4期。

[32] 参见肖钢:《监管执法:资本市场健康发展的基石》,载《求是》2013年第15期。

[33] 同注[16],张翕文,第148页。

那么,证监会耗费大量的人力、物力与时间所进行的无死角式执法是否能够产生足够的收益呢?申言之,行政处罚是否应当在任何阶段都不计成本地查处呢?

面对大量的内幕交易线索,证监会执法的人力资源却相对有限,执法成本的问题不容忽视。2017年,证监会共计有员工3087人,其中,中央机关742人,派出机构共有员工2345人。^[34]除会领导外,内设20个职能部门、2个委员会、1个稽查总队和3个中心。同时,在20个职能部门中,还有行政支持部门等非直接监管机构。但从法定监管职责来看,证监会不仅要监管证券市场(股票、债券、基金)的公开和非公开发行,还有监管期货市场,包含了大量的事先行政许可和日常监管的任务,特别是在目前证券市场建设的发展阶段,大量的事先监管与有限的人力资源配置,使证监会执法力量与执法任务之间严重不匹配,案多人少问题突出,^[35] 早先数据显示证监会专门的执法人员不到600人,不到职工总数的20%,^[36] 内幕交易执法更加显得“分身无术”。在地方层面,证监会目前设有36个地方监管局。尽管如此,地方监管局的日常监管任务本身也很重。例如,《中国证券监督管理委员会关于加强派出机构上市公司监管工作的通知》详细规定了各地监管人员与上市公司的配比,即“按照每人监管5至10家上市公司的标准配备监管人员,将监管任务量化到人,责任到人”。可以想见,地方监管局恐怕同样面临“分身无术”的问题。正如蒋大兴教授所言,以目前证监会的人力资源配置,根本无法实行最有效“人盯人”的监督战术,即便把上海、深圳等交易所的一线监管加起来,也没有办法进行如此监管,^[37] 因而,对于已有案件的调查处罚,怕也只能拉长周期和战线。

不仅我国证监会如此,SEC同样面临类似的困境。统计显示,1996~2004年,关于证券欺诈的线索中只有不到6%是源自监管机构

[34] 同注[1],第9页。

[35] 参见何艳春、张朝辉:《委托实施证券期货案件调查的法律分析》,载桂敏杰等主编:《证券法苑》,法律出版社2014年版,第435~457页。

[36] 同注[32],肖钢文。

[37] 参见蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,载《法学评论》2014年第2期。

自身的调查,这在一定程度上说明了监管机构本身的先天限制。^[38]上文 SEC 对执法的选择更证实了这一点。因此,在这样的背景下,“无死角”的内幕交易执法实际上是难以做到的,至少我们无法实际侦测每一起内幕交易线索,也无法不计成本地彻查每一起案件。^[39]于是,在证券执法资源有限这一客观约束凸显的前提下,如果想要提升执法的威慑力进而抑制违法行为的增长,执法机关剩余可得工具便是提升执法的严厉程度。依据《证券法》第 202 条的规定,对于内幕交易违法行为可适用两种不同的处罚模式,首先是没收违法所得,之后再根据违法所得处以 1 倍以上 5 倍以下的罚款,若没有违法所得或者违法所得不足 3 万元的,处以 3 万元以上 60 万元以下的罚款。尽管在实际执法过程中执法机构拥有一定的自由裁量权,但是从现有的执法实践看,证监会对内幕交易的处罚力度明显偏轻。据我们与其他研究者对既有内幕交易数据的初步统计,证监会对于一倍罚款更加偏爱,较少适用四倍及五倍罚款,呈现出罚没倍比关系的单一性。当然,这可能与被处罚对象的经济承受能力有关,邢会强教授指出证监会似乎在替被处罚对象是否交得起罚款而考虑,^[40]但是,从轻适用法律的结果很可能导致法律威慑力的下降。因而,在执法机关因为资源有限而无法实现“无死角”的覆盖的情况下,偏轻的处罚对于行为人而言往往意味着违法成本小于违法收益,从而变相鼓励行为人从事违法活动。

退一步而言,执法数量的增长是否就能够形成有效威慑,抑制投资者内幕交易的动力呢?答案恐怕也没有那么确定。尽管依据犯罪经济学理论,潜在违法者在决策时考虑的是犯罪的预期收益以及潜在成本,也即一旦被抓便需要承担的法律乘数乘以被抓的概率,但是这里所谓被抓的概率,与其把它看成客观意义上因为执法机关行为变化而变化的概率,还不如把它看成行为人“感知到”的从事某项违法行为

[38] See Jennifer Arlen, *Public Versus Private Enforcement of Securities Fraud*, available at <https://weblaw.usc.edu/assets/docs/Arlen.pdf>, accessed Dec. 5, 2018.

[39] See Ziven Birdwell, *The Key Elements for Developing a Securities Market to Drive Economic Growth; A Roadmap for Emerging Markets*, *Georgia Journal of International and Comparative Law*, Vol. 39, 2011, p. 571.

[40] 参见邢会强:《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社 2016 年版,第 36 页。

可能被抓获的概率。如果是按照这一理解,那么主观意义上影响概率判断的各种因素也就将进入潜在违法行为人的决策函数之中。行为经济学的最新研究表明,个体投资者可能都存在“过度自信”(overconfidence)情形,即人们会高估好事情发生在自己身上的概率或抱有不切实际的乐观,进而作出不理性的投资决策。^[41]违法者可能会低估其被查处可能性而过分乐观,^[42]心存侥幸或冒险主义的行为概率继而便会增大,或跃跃欲试,或在逃过一次以至于多次监管后更加“自信”。因而,如果执法机关的“密集打击”行为如果不能传递到违法者那里,因“触不可及”而无法进入违法者的认知决策过程中,那么,执法数据的增长很可能无法有效地威慑潜在内幕交易行为。因而,在法律责任既定的情况下,面临执法资源有限这一客观约束的执法机关如何提升执法的威慑力呢?SEC的实践表明,行为者认知过程中产生的这些“偏差”是可资利用的。

(二) 认知启发式的利用

托马斯·谢林(Thomas Schelling)曾举过一个例子:如果一个6岁的棕发小女孩需要几千美元来做手术,才能延续生命至圣诞节,人们会立马寄钱过去。但是,如果取消征收一项销售税,马萨诸塞州医疗设备就会加剧折旧,而这可能会导致本不应该死亡的人数增多,此时却没有几个人会流下同情的眼泪或者捐款。^[43]理查德·塞勒(Richard Thaler)将之称为“可识别的生命”(identified life),认为这会比统计意义上的生命(statistical life)更富有说服价值,他由此进一步探讨了金钱与死亡风险之间的权衡关系。^[44]我们认为,这个案例对于内幕交易的执法逻辑同样富有启发,亦即当事件更易被识别之时,其对人们行为的改变或更具有说服力。

[41] 参见贺京同、付婷婷:《行为金融学框架下的实验金融研究评述》,载《上海金融》2018年第4期。

[42] 参见王晋忠、张志毅:《过度自信理论文献综述》,载《经济学家》2013年第3期。

[43] See Thomas Schelling, *The Life You Save May be Your Own, Reprinted in Choice and Consequence: Perspectives of an Errant Economist*, Harvard University Press, 1984, pp. 113 - 146.

[44] 参见[美]理查德·塞勒:《“错误”的行为:行为经济学的形成》,王晋译,中信出版集团2018年版,第13~14页。

另外,易得性(availability)也会对人们的行为产生影响,即如果某个事件容易被想起来或者是易得的,便会影响人们的认知。换句话说,在对风险进行判断时,由于个体缺少可以信赖的或第一手的认知,他们会借助易得性启发来对概率进行估算。^[45]譬如说,一旦发生重大社会经济事件,便可能导致公众对同类事件发生风险概率的估算错误,甚至引发恐慌,从而刺激立法机关尽快出台相关规则以回应公众需求,如美国《萨班斯—奥克斯利法》(Sarbanes - Oxley Act)便难逃其咎。^[46]但反过来,我们也可以利用易得性偏见来促进更有效地规制,即若与上述“可识别生命”的洞见(insights)结合起来的话,监管机构便可以利用易得的、可识别的执法事件来提高公众对于内幕交易被查处的概率认知,使被监管对象感到执法威慑“近在咫尺”而产生“无死角”执法的认知,进而改变其对内幕交易成本与收益的原有预期。

比较而言,SEC的执法可能在一定程度上是对上述逻辑的实践,其通过两方面的持续推动,塑造了强大的执法形象:一方面,SEC执法总量较大,这塑造了SEC对内幕交易“伸手必打”的印象,尽管大量案件为简单案件且多以和解结案,但在没有监管丑闻的时间段内,这并不妨碍公众对SEC执法能力的认知;但另一方面,SEC自1934年起的诸多典型案件(observable objectives)的执法行动有力塑造了SEC的形象。根据Daniel Hawke的记述,在长达八十多年的执法中,SEC不断积累着卓著的声誉:1936年,Jones v. SEC案首先引起了对SEC监管权限的争论;1937年,Michael J. Meehan案中,SEC剥夺了Meehan在交易所的会员资格;1938年,SEC对华尔街风云人物Richard Whitney丑闻不仅使其名声大振,更改变了SEC与华尔街的力量对比;^[47]1940年,McKesson & Robbins, Inc.案成为审计史上不得不提的案件;第二次世界大战结束后,SEC对Re, Re & Sagarese案中知名分析师操纵市场的查处成为战后SEC的重要转折点;1961年,Cady, Roberts & Co.案与

[45] See Timur Kuran & Cass Sunstein, *Availability Cascades and Risk Regulation*, Stanford Law Review, Vol. 51, 1999, p. 761.

[46] See Stephen Choi & Adam Pritchard, *Behavioral Economics and the SEC*, Stanford Law Review, Vol. 56, No. 1, 2003, pp. 22 - 26.

[47] 参见[美]约翰·戈登:《伟大的博弈》,祁斌译,中信出版社2011年版,第312页。

1971年 Texas Gulf Sulphur 案,^[48]使 SEC 拓展了对内幕交易的处罚能力和法律武器,不仅获得了衡平法上吐出违法所得的救济,^[49]也确立了内幕交易的平等信息理论。此后,就内幕交易而言,Dirks v. SEC、SEC v. Cuban 等案无不令人印象深刻,不断勾勒出了 SEC 对内幕交易的执法及细致规则。当然,这也是其判例法传统所带来的天然优势,无怪乎 LLSV 会认为普通法系对投资者的保护优于大陆法系。

长期以来,SEC 对重大案件具有足够的敏锐性和果敢的执行力。鉴于重大的、具有高度识别性的案件,对于投资者行为的威慑效益具有显著性,但遇良机,SEC 便不会轻易错过。譬如,2018年8月,特斯拉董事长 Elon Musk 在推特(Twitter)上发文称其要将特斯拉私有化而使得股价上涨,SEC 发现其为“虚假和具有误导性”内容并提起指控,时隔不到两个月,Musk 便与 SEC 以支付 2000 万美元的重大代价而和解。^[50]当然,SEC 也善于将普通的案件变得更具有可识别性,譬如,SEC 运用高分辨率的卫星影像发现墨西哥最大的住宅建造商之一 Desarrolladora Homex, S. A. B. de C. V. 公司虚假陈述,涉及金额达到 33 亿美元,^[51]一时间,资本市场对 SEC 的调查手段和能力暗叹不已。在诸如此类案件中,雷厉风行的 SEC 对知名公司及人物的迅速反映,塑造着市场对 SEC 强大执法能力的认知。因而,在两方面相互作用下,确有利于营造一种 SEC 强大执法“无所不在”“无往而不利”的印象,尽管这不是真实世界的全部样貌。

[48] *Supra* note 27, Daniel Hawke.

[49] See Urska Velikonja, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, *Stanford Law Review*, Vol. 67, 2015, p. 340.

[50] See SEC, *Elon Musk Settles SEC Fraud Charges; Tesla Charged with and Resolves Securities Law Charge*, available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226>, accessed Oct. 4, 2018.

[51] See SEC, *SEC Charges Mexico - Based Homebuilder in \$3.3 Billion Accounting Fraud*, available at <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2017-60.html>, accessed Oct. 5, 2018.

三、证监会执法机制的螺旋式演进

(一) 优化案件分类管理制度

内幕交易案件的执法应当以可识别的、能够产生易得性的案件作为执法重点,优化执法资源配置。证监会对此早有探索,《加强稽查执法意见》将线索分为立案线索、待查线索和其他线索,并且将案件分为大案要案类(A类)、常规案件类(B类)和简单案件类(C类),要求“稽查执法部门要对不同类别的案件进行分类管理,优先组织安排A类案件的调查、审理等工作,确保重大案件的查办质量和效率”。但从证监会内幕交易处罚案件的社会效果观察,令人印象深刻的内幕交易个案执法数量仍然有限,如此一来,单纯执法数量的增长不见得会对市场释放出直接可“感知”的信号。当然,如肖钢所言,这其中恐怕“既有人情世故的原因,也有不敢碰硬、不坚持原则的原因”。^[52]因此,证监会应当对案件分类管理制度予以更多重视和利用,笔者认为,下述三类案件更具有可识别性和能够引导易得性偏见。

其一,具有较高社会知名度的当事人涉及证券违法的案件。譬如,祥源文化虚假陈述案,因涉及知名人物而获得广泛关注,民事诉讼索赔金额就达数千万,^[53]产生了广泛的社会影响。在内幕交易执法领域,诸如商界黄光裕内幕交易案、政界原中山市市长李启红内幕交易案和文教界中国人民大学教授宋某内幕交易行政处罚案,皆是内幕交易的典型案件,这些案件的查处为一般投资者所熟知,也起到了警示市场的作用。如前所述,SEC在执法中对财经新闻报道所提供的线索特别重视,尽管这使其备受顾此失彼执法的批评,但这不失为SEC对公众意见的积极回应,^[54]更有助于塑造SEC的执法威慑力。笔者之前的研究

[52] 同注[32],肖钢文。

[53] 参见杨越欣等:《“别让赵薇跑了!”》,载中国经营报:https://finance.ifeng.com/a/20180809/16438518_0.shtml,2018年10月1日访问。

[54] *Supra* note 22, Jonathan Macey, p. 658.

主张对内幕交易者分为“核心内幕人”与“一般内幕人”,^[55]也正是考虑到不同主体身份对公平公正交易秩序的外部性影响不同。可以说,对于知名公司与个人而言,若其负有更重的信义义务或公众信赖,其也理应承担更重的法律责任。因此,对于这类主体身份特殊的案件,证监会应当重点关注。

其二,涉及重大交易金额的案件。交易金额巨大的案件同样可以有效塑造投资者的交易行为。譬如,在2013年8月16日的光大证券“乌龙指”事件中,当日上海证券交易所综合股价指数几乎笔直地上涨、迅速地下跌,以及之后证监会出手之快与惩罚之重,至今仍令人记忆犹新。此后,一系列的内幕交易民事赔偿又不断巩固了社会对该事件的认知。但不可否认的是,证监会将该“极端个别事件”认定为内幕交易,也引起了不少争议,恐怕在一定程度上会消解了此案的教育意义。^[56]但总的来看,证监会对此类金额巨大案件的重视程度仍然有待提高。再举一例,在江某华与熊某波内幕交易天业通联股票案中,^[57]每人亏损金额高达1600余万元,但在网络上检索可以发现,相关信息少之又少,本案对江某华仅处以400000元罚款,熊某波因有其他从重情节而被罚款600000元,且处罚周期长达805天。尽管这是基于《证券法》第202条的规定,但不管是对当事人的处罚,还是本案对资本市场的教育意义都未被充分体现。这里需要注意的是,易得性偏见既容易产生积极的引导效益,也可能在特定情况下,成为证监会执法威慑力的稀释液。例如,之前被广泛报道的苏嘉鸿涉内幕交易案件,北京市高级人民法院以事实不清、程序违法为由,判决撤销被诉行政处罚决定和行政复议决定,该案被新闻媒体广泛报道之后,投资者发现该涉及处罚金额1.3亿元的案件都存在程序违法,不免会对证监会的执法公正性产生一定怀疑。

[55] 同注[12],吕成龙文。

[56] 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;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;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。

[57] 参见《中国证监会行政处罚决定书》([2013]39号)。

其三,复杂的内幕交易案件。这些案件往往案情复杂、涉案人员众多、交易手法隐蔽或交易周期较长,即便是证券监管系统的稽查人员也并不容易调查与作出判断,不过,这正是证监会避免 SEC“只挑软柿子捏”质疑的重要方面。未来,证监会对复杂内幕交易案件应当迎难而上,因为这会带来两个层面的效益:一是有利于不断锤炼稽查系统的查处能力,包括对复杂案件的调查能力和对法律法规的理解、适用能力;二是有利于向投资者宣示:即便是如此复杂之结构,亦无法逃出监管执法的利剑之下。

此外,对于相对“疑难”与“新型”的案件,证监会应该从两个方面综合考虑:一方面,疑难及新型案件最难以把握的是其是否构成内幕交易,一旦处理不当,很可能对证监会的声誉造成损害。法律上,如果仅适用《证券法》第 74 条的规定,可以轻易地发现很多涉案主体并非第 74 条的适用对象,这也是证监会在 2007 年制定《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》的原因所在,但由于其仅为内部行政指引而没有法律效力,证监会在疑难案件的处罚中,仍然只能以第 73 条项下“证券交易内幕信息的知情人”和“非法获取内幕信息的人”作为论理依据,可谓进退维谷。但是,证券监管正是在不断探索中发展的,立法也会随着社会的发展而不断修订,因而,对于疑难与新型案件,证监会应当特别重视且要审慎地适用调查与处罚程序,若有行政复议与诉讼也应当认真对待,这正是丰富内幕交易执法理论的有益契机,要以经得起检验的标准而审慎执法。另一方面,对于疑难与新型案件中可能涉及新型手法、容易产生对灰色地带联想的案件,若其法律的适用也面临比较大的争议,不审慎地执法与宣教会产生稀释效应甚至示范效应,应在仔细权衡之后再作安排。

(二) 强化内幕交易执法的惩罚功能

在优化案件分类管理、提升可感知的威慑力的同时,执法机关还应当从实质意义上提升对违法案件的打击力度,确立《证券法》第 202 条项下两种罚款模式下的一致比例关系,敢于对拥有重大影响的案件考虑情节严重性以适用高数额、高倍率的处罚。这里需要补充说明的是,尽管内幕交易民事责任能够提高内幕交易者的违法成本,但内幕交易

民事责任的追究并非易事,更何况其中涉及因果关系的认定难题。^[58]值得庆幸的是,从行政监管的角度出发,我们基本能够证成内幕交易监管的正当性,又鉴于政府在纠正市场失灵的时候具有某些明显的优势,如征税权、禁止权、处罚权和交易费用定价等,便可借此施加一系列更为严厉的处罚。^[59]这其中,金钱惩罚包括两部分内容,即没收违法所得和施加行政处罚,具体而言:

一方面,没收违法所得具有矫正性,但是否属于违法所得需要看是否存在权利请求人,也就是说,“只有对于违法行为人所拥有的非法利益,不存在相应权利请求人时,才构成违法所得”。^[60]由于证券市场本身是零和博弈,^[61]内幕交易者的违法所得是与其相对交易的投资者之损失,因而,单纯地通过行政执法的方式没收可能会存在一定问题,特别是在内幕交易民事赔偿困难较大的情形下更是如此,因而,有学者提出应当将没收金额之后再返还给受损的投资者。^[62]另一方面,内幕交易行政处罚并非属于投资者的损失部分,其不是矫正性而是惩罚性(punitive)的,因而,证监会对内幕交易适用高数值与高倍率罚款并没有法理障碍。在此前提下,高数额或高倍率的罚款会对当事人及其他投资者产生相当的威慑效力。比较而言,SEC也是20世纪80年代才开始由矫正性向惩罚性转变的,并被授予了对内幕交易民事罚款(civil penalty)的权力,而此前其一度认为非金钱惩罚已经是富有效率。^[63]因此,在目前受制于执法资源的客观约束而导致执法概率相对较低的背景下,证监会应以更积极地执法行动释放威慑效益。

(三) 执法的螺旋式演进及配套措施

第一,证监会可借由可识别典型案例的执法促进正向循环。执法

[58] 参见缪因知:《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。

[59] See Joseph Stiglitz, *The Economic Role of the State*, Blackwell Pub., 1989.

[60] 叶平、陈昌雄:《行政处罚中的违法所得研究》,载《中国法学》2006年第1期。

[61] 参见郑或:《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。

[62] 参见邢会强:《内幕交易罚没收入与投资者公平基金》,载《中国金融》2011年第3期。

[63] See Paul Atkins & Bradley Bondi, *Evaluating the Mission: A Critical Review of the History and Evolution of the SEC Enforcement Program*, *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 13, 2008, pp. 383 - 385.

成本、守法成本皆非一成不变,两者之间更存在相互作用与影响,并处于动态变化之中。因而,当具有可识别性的重大、知名和复杂案件已经对市场产生持续威慑力的情况下,市场主体对违法成本与收益的计算和行为方式亦会产生改变,当会相机而动地减少内幕交易行为。若证监会此种执法风格能够一以贯之,长此以往,其更能够将节省下来的有限的执法资源配置到更多一般性案件中去,再借由执法数量的增加而进一步巩固其威慑效果,最终,实现螺旋式演进和良性循环。反之,若证监会长期注重对简单案件的处罚与追求执法总数,在《证券法》行政处罚强度不变的情况下,实际上会反向激励内幕交易的进行,可能会造成所谓“鼓励性惩罚”,^[64]即对市场投机者而言,若内幕交易执法以量取胜且违法成本有限,那在面对预期收益丰厚的内幕交易时,其恐怕便更有恃无恐了,这将使监管机构的执法变得“只打苍蝇、不打老虎”,最终可能导致恶性循环。

第二,在对典型性案件加强执法的过程中,证监会应不断优化执法资源配置,继续增强稽查执法力量。与 SEC 的执法资源比较观察后,我们可以明显地感受到两国执法机关的差距,该差距不仅体现在我国内幕交易的查处案例更少,也体现在证监会稽查系统人员的更重的工作压力之上。例如,2017 年 SEC 共有 4616 名员工,执法部门有 1393 名员工,而公司融资部仅为 461 人,执法与守法检查两个项目占去了大半的财政预算,^[65]与之相应,SEC 执法部门该年度共提起了 754 件各类执法行动。^[66]有研究指出,2011~2015 年,即便考虑到中、美两国证券市场规模的差异并基于上市公司数量对执法产出进行处理后,证监会及其派出机构的执法产出仍少于 SEC 的 50%。^[67]目前,尽管情况正在显著改善,但证监会的执法资源仍有待进一步优化。

[64] 冯博:《从“鼓励性惩罚”到“惩罚性赔偿”——食品药品安全问题的法律经济学分析》,载《法学杂志》2016 年第 12 期。

[65] See SEC, Fiscal Year 2019 Congressional Budget Justification Annual Performance Plan and Fiscal Year 2017 Annual Performance Report, p. 15.

[66] *Supra* note 18, SEC Division of Enforcement, p. 6.

[67] 参见徐文鸣等对证监会和 SEC 执法的产出和处罚力度进行了详细比较。同注[25],徐文鸣,朱良玉文。

第三,内幕交易的刑事处罚对市场具有最强的威慑力,应尽力发挥其制度功能。目前,行刑衔接的情况并不乐观,这无形中增加了证监会的监管压力。根据现有规定,尽管交易额达到50万元就可能构成犯罪,但如顾肖荣教授所论,实践中根本不可能做到“无差别”式的全面追究,特别是在我国证券市场长久以来的“消息市”的背景下,执法者也只能选择类似黄光裕内幕交易案这样交易额达到数亿元、数千万元的情况下进行典型性打击,^[68]这也或与政府的相关社会考量有关。^[69]即便抛开其他维度的考量,仅从行刑衔接规则本身的角度观察,证明标准差异、证据转化难度、证券专业能力阻隔和监督缺位恐怕是造成该现象的主要原因,再加之,检察机关对涉嫌犯罪案件移送情况的监督实际也很有限,^[70]如此一来,证监会是否会将涉嫌犯罪案件予以移送本身也面临不少不确定因素,促进了“以罚代刑”的现象的发生,增加了其对内幕交易监管的压力,故我们未来应当继续谋求行刑衔接的优化。

结 语

在过去二十余年中,证监会内幕交易执法工作取得了显著的成绩,特别是近年来信息技术与稽查经验的积累发展,使内幕交易的查处如虎添翼。但如前所述,鉴于执法成本的存在,即便是SEC也无法实现全面无死角的执法,而SEC之所以有着雷厉风行的形象,与其执法逻辑和风格密切相关。就理论上而言,单纯执法数量的增长不见得会对市场参与者产生直接的、可感的威慑力,若其对执法威慑感知有限的话,便会错误估算违法行为的成本收益,导致执法机关的打击行动无法形成真正有效的威慑。与之相反,知名、重大与复杂案例却能令市场参与人有更为感性的认识,这类案件也因此成为塑造证监会执法形象的

[68] 参见顾肖荣、陈玲:《惩治证券犯罪效果的反思与优化》,载《法学》2012年第10期。

[69] 参见毛玲玲:《金融犯罪的实证研究——金融领域的刑法规范与司法制度反思》,法律出版社2014年版,第257页。

[70] 参见叶旺春:《证券领域行政执法与刑事司法的衔接问题研究》,载《证券市场导报》2012年第5期。

重要契机。如果证监会保持对上述典型案件的常态关注、执法和宣教，当会对行为人违法成本与收益的计算产生重大影响，有利于降低其从事内幕交易的内在动力和可能性。因此，证监会可以考虑充分利用认知启发式来放大可识别的惩罚认知，长此以往，随着内幕交易监管效率的提升，所节约的执法资源可向更多普通案件倾斜，最终实现质与量的螺旋式上升。总而言之，不同的执法风格和逻辑会产生不同的威慑效果，让“触不可及”变成“近在咫尺”，或许值得证监会在内幕交易执法中加以尝试的。

（编辑：胡睿超）