

内幕交易规制的立法体系进路： 域外比较与中国选择*

傅 穹 曹 理

内容提要：内幕交易监管全球化背景下，当代世界各国规制内幕交易的立法体系可以归纳为信义进路与市场进路。信义进路的发展历史，就是一部不断拓宽信义义务人范围边界与判断其交易主观状态的历史；市场进路的发展历史，就是一部限缩或废除内幕交易认定的主体与主观要件与完善内幕交易客观构成要素的历史。中国资本市场内幕交易难以禁止的现实困境，实则是内幕交易行为构成体系逻辑混乱的一个映射，并已对内幕交易行为认定与责任追究构成妨碍。就内幕交易规制立法体系变革方向而言，我国目前不宜引入信义进路，而市场进路或许更适合我国法制传统和资本市场实际。在市场进路指引下，任何不当使用内幕信息的行为皆应被认定为内幕交易，废除现行法中关于内幕交易行为构成的主体要件和主观要件，同时完善客体要件和客观要件，既能推助内幕交易规制立法的功能实现，又可彰显证券法的核心宗旨和基本原则，或为契合本土实际并体现世界最新立法趋势的内幕交易立法改革方案。

关键词：内幕交易 信义进路 市场进路

傅穹，吉林大学法学院教授，博士生导师，吉林财经大学特聘教授。

曹理，吉林大学法学院民商法博士生。

一 引言：内幕交易规制立法的实践困惑

鼓励正当证券交易与禁止内幕交易，是维护金融市场的健全及增进投资者对市场信心的全球性共识。内幕交易行为本身高度的隐蔽性难以被证实，导致防止和打击内幕交易成为“全世界监管部门面临的挑战”。^{〔1〕} 在内幕交易监管全球化背景下，^{〔2〕} 当代世界各国规

* 本文系 2010 年度教育部人文社会科学研究一般项目《财富活化、规则变迁与公司诉讼的成长》(10YJA820019) 与吉林省教育厅重点项目《吉林省创业投资引导基金法律制度实证研究》的课题成果之一。

〔1〕 参见《尚福林：对内幕交易等违法违规行为保持高压态势》，载《金融时报》2010 年 12 月 18 日。

〔2〕 参见 Franklin A. Gevurtz, The Globalization of Insider Trading Prohibitions, 15 *Transnational Lawyer*, 2002。

制内幕交易的立法体系可以归纳为两种进路,即信义进路与市场进路。

信义进路的代表是以信义义务理论为基础将内幕交易行为与反欺诈相联系的美 国证券判例法,追随该逻辑之后的是奉行成文法体系的东亚地区,如日本、韩国及我国台湾地区 证券立法。内幕交易规制的信义进路的共同特点是基于公司利益的微观视角,以董事、监事、 经理及控制股东等“与公司有关之人”违反对公司所负的信义义务为基础来认定并处罚内 幕交易,该规制体系的发展历史就是一部不断拓宽信义义务人范围边界与判定信义义务人 交易主观状态的历史。市场进路的代表是以维护市场公平理念为宗旨的欧盟成员国、澳大利 亚与新加坡等国,该规制体系着眼于宏观层面的证券市场健全发展,以促进信息流通,资 源合理配置及提升效率为目标,主张投资者享有平等获得信息的权利,以维持证券市场的公 平,因此任何可能对市场公平性构成威胁的不当使用内幕信息的行为皆应被认定为内幕交 易。^[3] 上述两种进路基于各自的法律传统与司法执法环境,在规制内幕交易行为,尤其是 内幕交易行为的认定要件层面存在着显著分歧。^[4] 信义进路侧重于鼓励正当交易以促进 市场活跃,故而对行为构成加以主体要件和主观要件的双重限制,仅处罚最为典型的内幕交 易形态;而市场进路则倾向于排除一切内幕交易行为对市场公平产生的威胁,因此力图确保 反内幕交易制度事前规制的周密以及事后实施的有效。

中国资本市场中的内幕交易规制,始于 1993 年《股票发行与交易管理暂行条例》和《禁 止证券欺诈行为暂行办法》,并为 1998 年《证券法》所明确法定化;2005 年《证券法》修订又 从两方面对其进行了改革,一是将主体范围扩大至“非法获取内幕信息的人”,二是确立民 事赔偿责任。然而,中国资本市场中的内幕交易行为并未因法律的逐步完善而相应减少,相 反却有愈演愈烈之势,甚至成为“市场监管的主要矛盾”,^[5] 为此,国务院办公厅于 2010 年 11 月 16 日转发《关于依法打击和防控资本市场内幕交易的意见》,以加大对内幕交易的打 击力度。^[6]

内幕交易屡禁不止固然是多重因素合力所致,但内幕交易立法规制体系的内在缺陷是 其重要原因。我国《证券法》关于内幕交易规范集中于第 73 条至第 76 条,为补充由于其简 略而难以适用的欠缺,证监会专门制定了《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(以下 简称《指引》),对内幕交易行为的认定作出更为详尽的规定。^[7] 《指引》根据《证券法》将内 幕交易的构成要件分为三项:主体要件、客体要件和客观要件。^[8] 此种构成体系看似简明, 却仍然存在理解和适用上的诸多困惑:首先,在主体要件方面,《证券法》将内幕交易的行为 主体界定为内幕信息知情人与非法获取内幕信息的人(《指引》将二者合称为“内幕人”), 并对前者的范围予以明确列举,试图穷尽,^[9] 但仍无法避免挂一漏万。例如,不在法定知情 人之列亦不属于非法获取内幕信息之人如果实施了内幕交易行为应当如何认定其性质? 对此很难从现行法中直接找到答案,实践中于是出现两种扩张解释的思路:一为突破现有知情

[3] 参见 Nianh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002, pp. 739 - 740.

[4] 详见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,元照出版社 2009 年版,第 451 - 452 页。

[5] 参见《尚福林:打击内幕交易是当前证券监管执法重点》,载《证券日报》2010 年 7 月 22 日。

[6] 参见《监管部门加大打击内幕交易力度》,载《中国证券报》2010 年 12 月 15 日。

[7] 参见《证监会明确内幕交易、市场操纵认定标准》,载《21 世纪经济报道》2007 年 9 月 6 日。

[8] 《指引》第 12 条规定,“符合下列条件的证券交易活动,构成内幕交易:(一)行为主体为内幕人;(二)相关信息为内幕信息;(三)行为人在内幕信息的价格敏感期内买卖相关证券,或者建议他人买卖相关证券,或者泄露该信息。”

[9] 参见《证券法》第 74 条。

人的法定范围,而将其扩展至“任何知情人”;^[10]一为将非法获取内幕信息的人解释为知情人之外的所有主体。^[11]其次,在客体要件方面,现行法采取了概括与列举相结合的方式对内幕信息进行了界定,^[12]但对于其核心特征——未公开性和重大性的判断标准却尚未提供确切的指引。^[13]再次,在客观要件方面,对于建议他人买卖证券和泄露信息这两种行为构成内幕交易是否须以相关证券交易的实际发生为要素,亦即是否需要结果要件,由于立法规定模糊,呈现分歧性理解。^[14]最后,关于主观要件,即行为人是否应当具有主观过错,《证券法》第73条强调“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动”,学者认为其中的“利用内幕信息”即为对行为人主观故意的要求,由此导致法律内部冲突的产生。^[15]

中国资本市场中的内幕交易难以禁止的现实困境,实则是内幕交易行为构成体系逻辑混乱的一个映射,并已对内幕交易行为认定与责任追究构成妨碍。本文试图对于规制内幕交易立法体系的信义进路与市场进路的全球演进及对内幕交易构成要件立法的影响进行深入剖析的基础上,检讨不同立法模式与中国法律传统及资本市场现实的契合程度,进而探寻适合本土实际的反内幕交易立法进路,在此基础上重构具有中国元素与特色的内幕交易行为构成体系。

二 信义进路下的内幕交易规制体系

(一) 信义进路在美国的演进

美国是世界上最早禁止内幕交易的国家,其制定法依据为《证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)第10(b)条及证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,以下简称“SEC”)根据该条授权制定的10b-5规则。上述条款均属于反欺诈的一般条款,并非专门规制内幕交易行为,但法院通过判例将内幕交易行为与反欺诈条款联系起来。为具体解释“未披露内幕信息而买卖证券即构成欺诈”的理由,美国判例法发展出了以传统信义义务理论为基础,及作为其拓展的信息传递责任理论与盗用理论,三者共同构成信义义务理论的整体框架,^[16]并对日本、韩国及中国台湾等东亚地区的反内幕交易立法产生了深刻影响。

1. 传统理论——狭义信义义务理论

传统理论即狭义的信义义务理论的核心是“无信义义务关系,则无内幕交易”。该理论源于联邦最高法院在1980年 *Chiarella v. United States*^[17] 案的判决思路,该案案情为:

[10] 中国证监会行政处罚委员会编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第4页。

[11] 参见陈海鹰等:《泄露内幕信息罪、内幕交易罪的若干问题探析——由“杭萧钢构案”展开》,载《法治研究》2008年第3期。

[12] 参见《证券法》第75条和证监会《指引》第7-11条。

[13] 李有星、董德贤:《证券内幕信息认定标准的探讨》,载《浙江大学学报》2009年第6期。

[14] 例如,有认为此两种行为均须具备结果要件,参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第227页;有认为二者均不需要结果要件,参见彭冰:《中国证券法学》(第二版),高等教育出版社2007年版,第383-384页;有认为前者需要而后者不需要,参见井涛:《内幕交易规制论》,北京大学出版社2007年版,第89页;还有认为后者需要而前者不需要,参见叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第321页。

[15] 马其家:《我国证券内幕交易认定标准的构建》,载《吉林大学社会科学学报》2010年第5期。

[16] 参见 Reinier Kraakman, *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*, in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch eds., *European Insider Dealing*, Butterworth, 1991, pp. 40-47.

[17] 445 U. S. 222 (1980).

Chiarella 为一家印刷厂的员工,在印制收购文件时,推断出目标公司的名称,继而买入该公司股票,并于收购要约公开后立即卖出而获利。地方法院及上诉法院均认为:“任何人——无论是否为公司内部人——只要经常有机会接触未公开的重要信息,即应遵守‘披露否则戒绝交易’规则,即不得在未履行肯定性披露义务的情况下利用该信息进行证券交易。被告虽非发行人之内部人,但其基于排版印刷的有利地位,经常有机会从受托印制的文件中获取内幕信息,未履行披露义务而利用该信息买卖证券,无疑违反《证券交易法》第 10(b) 条及 10b-5 规则的规定,构成证券欺诈。”^[18]

但当本案上诉至美国联邦最高法院时,却遭遇改判结局,以鲍威尔(Powell)大法官为代表的多数意见指出:“并非所有持有内幕信息之人均需在进行证券交易时披露与交易相关的所有重要事项,换言之,单纯持有未公开的重要信息并不能引发“披露否则戒绝交易”的义务。该义务产生的前提则是交易双方之间事先存在因信赖或信任而形成的信义关系。交易前披露义务的适用系确保有义务将股东福祉置于个人利益之上的公司内部人不通过欺诈性利用非公开信息谋取私利。按照这一司法思维,Chiarella 不是目标公司内部人,与目标公司股东之间并不存在信义关系,因而无须对交易相对人履行披露义务,其利用内幕信息进行证券交易的行为亦不构成证券欺诈。”^[19]

可见,传统理论的要义在于,否认“披露否则戒绝交易”义务的普遍性,而将其与特定的信义关系相联结,只有违反信义关系所生的披露义务而利用内幕信息进行证券交易的行为方构成内幕交易,无信义关系则无内幕交易。美国证券法专家评价该理论优势与缺陷并存:一方面,通过要求内部人与交易相对人之间存在信义关系,可以将普通法上的反欺诈规则类推到制定法中的反证券欺诈之中,有助于提高法院通过个案来认定新类型内部人交易的灵活性;另一方面,根据美国普通法,负有信义义务的主体通常为董事、高级职员及控制股东等公司“内部人”,而此点给不具有此等身份的公司外部人不当利用内幕信息进行证券交易提供了合法空间,传统理论对此显然无能为力。^[20]

2. 信息传递责任理论——推定内部人思路

信息传递责任理论继续秉持信义进路,但将违反信义义务的主体边界向外部进行了扩展,将因参与内部人违反信义义务行为的信息受领人及因工作原因而与委托公司产生信义关系的资本市场专业人士纳入反内幕交易规制主体的范畴,拓展了信义进路的适用空间。

信息传递责任理论由 1983 年 *Dirks v. SEC* 案^[21] 所确立:被告 *Dirks* 为一名投资分析师,其自 EFA 公司的前高级职员 *Secrist* 处获知,该公司资产存在严重高估作假的欺诈情形。*Dirks* 遂着手调查此事,并在调查过程中向若干客户透露此事,其中即有人于获知该信息后大量出售 EFA 股票。其后 EFA 被查出确有账簿作假、高估资产的事实,其股价暴跌。*Dirks* 因泄漏内幕信息被 SEC 指控违反禁止内幕交易的规定。^[22] 本案涉及的是内幕信息传递的责

[18] Robert W. Hamilton, Jonathan R. Macey and Douglas K. Moll, *Cases and Materials on Corporations: Including Partnerships and Limited Liability Companies*, 11th Edition, West, 2010, pp. 856-857.

[19] Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law*, 2nd Edition, Foundation Press, 2009, p. 293.

[20] William T. Allen, Reinier Kraakman and Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 3rd Edition, Wolters Kluwer Law & Business, 2009, p. 648.

[21] 463 U.S. 646 (1983).

[22] Jesse H. Choper, John C., Jr. Coffee and Ronald J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 7th Edition, Aspen Publishers, 2008, pp. 454-464.

任问题,作为传递人的 *Secrist* 虽为 EFA 内部人,却并未利用内幕信息谋利,而作为受领人的 *Dirks* 虽实际利用信息,但与 EFA 及其股东之间并无信义关系,因此无法直接适用传统理论进行问责。对此衍生的新问题,美国最高法院判决首先重申 *Chiarella* 案所确立的基本原则“内幕交易成立以信义关系存在为前提,而非仅因居于获悉内幕信息的地位”,并指出与公司不存在信义关系的消息受领人的责任系派生于内部人即传递人的责任,只有其参与违反信义义务的行为并利用内幕信息谋利,方构成内幕交易。可见,信息传递责任的成立条件有二:内部人因泄露消息给受领人而违反信义义务,受领人知道或应当知道内部人的行为违反信义义务,且内部人从泄露行为中直接或间接获得个人利益。在本案中,*Dirks* 对 EFA 不负信义义务,也未使用不正当手段获取内幕信息;而 *Secrist* 泄露信息的目的在于揭露公司舞弊,非为个人利益,故不构成内幕交易。鉴于信义义务对于受领人责任的限制,最高法院又将承销商、会计师、律师及顾问等经常有机会从内部人处合法获得内幕信息的资本市场专业人士视为推定内部人,而非受领人,以有效延伸信义义务的适用边界。^[23]

3. 盗用理论——规制外部人思路

传统理论旨在规制内部人利用内幕信息谋利,信息传递责任理论则着力解决外部人从内部人处非正当获取内幕信息并利用谋利,对于外部人非通过内部人而获取内幕信息并谋利的问题,二者均无适用余地。为弥补规范真空,最高法院于 1997 年 *United State v. O' Hagan* 案^[24] 中,明确承认了盗用理论,作为传统理论的又一次补充。被告 *O' Hagan* 系一家律师事务所的合伙人,*Grand Met* 公司委托该律师事务所担任收购项目的法律顾问,被告虽未参与该项目,但却获知此一收购信息,并利用此为公布信息买卖目标公司股票而获利。由于 *O' Hagan* 并非目标公司的内部人,亦非从其内部人处获得内幕信息,故无法适用传统理论与信息传递责任理论对其问责。对此,最高法院在判决中指出:“法律所禁止的证券欺诈行为,并不限于对证券买入者或卖出者的欺诈,而是一切与证券买卖‘有关’的欺诈。如果某人虽与交易相对人之间并无信义关系,但因违反对‘信息来源’的信义义务,为证券交易目的而盗用内幕信息谋取私利,其行为亦构成违反《证券交易法》第 10(b) 条及 10b-5 规则的欺诈行为。”^[25] 在本案中,*O' Hagan* 违反其对所供职律师事务所即信息来源所负有的信义义务,因而构成欺诈,应当承担内幕交易责任。

盗用理论在坚守信义进路的前提下,将信义关系的涵射范围由内部人与公司及其股东之间延伸至任何负有信托或信任义务的当事人之间;^[26] 至此,美国判例法已将证券市场的主要内幕交易类型纳入规制范围之内,信义进路下的反内幕交易法制体系完全形成。美国证监会遂于 2000 年制定 10b5-1 规则,界定了内幕交易的内涵:行为人根据与发行人或其有价证券有关的重大未公开信息,违反对于发行人、其股东或信息来源直接、间接或派生地所负有之信托或信任义务,而进行的任何有价证券交易。

[23] James Cox, Robert W. Hillman and Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 6th Edition, Aspen Publishers, 2009, pp. 898-906.

[24] 521 U. S. 642 (1997).

[25] [美] 路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张璐等译,法律出版社 2008 年版,第 714 页。

[26] 对此,SEC 于 2000 年专门制定了 10b5-2 规则予以解释,“信托或信任义务存在于下列情形:(1) 某人同意对信息保密;(2) 当重大未公开信息的传递人与受领人间具有分享秘密的历史、模式或惯例,而该受领人知道或应当知道传递人将期待其就该信息保密时;(3) 某人从其配偶、父母、子女或兄弟姐妹获取重大未公开信息时。参见 17C. F. R. § 240.10b-5-2。”

(二) 信义进路对内幕交易构成要件的影响

美国判例法所演绎出的信义进路,呈现如下思维逻辑:内幕交易责任的产生前提是信义义务的违反,信义义务的违反前提是信义关系的存在并以利用内幕信息谋利为表现形式。沿袭上述思维,得出内幕交易行为构成四项要件:其一,主体要件,即行为人为负有信义义务之人;其二,主观要件,即行为人具有欺诈的主观过错;其三,客观要件,即行为人实施了不当使用内幕信息的行为;其四,客体要件,即行为人据以利用的信息为重大非公开信息。其中,前两项要件为信义进路下的反内幕交易制度所特有,亦为信义进路本质的集中体现。

1. 内幕交易主体要件:行为人身份标尺

以行为人所具有的某种身份为标志的主体要件,是信义进路下反内幕交易制度的重要特征,也是认定行为构成的首要标尺。在美国判例法中,这一身份要件主要通过信义关系来确定,并概括为如下:(1)传统内部人,即发行人的董事、高级职员、控制股东及职工等因在公司任职而获悉内幕信息之人,其主体身份源于与发行人之间固有的信义关系;(2)推定内部人,即承销商、会计师、律师及顾问等因受业务关系而获悉内幕信息的专业人士,其主体身份源于受发行人委任而产生的信义关系;(3)信息传递人和受领人,前者本身即为与发行人具有信义关系的内部人,后者虽为发行人的外部人,但却因参与前者实施的违反信义义务的行为而派生出主体身份;(4)信息盗用人,即虽与发行人之间不存在信义关系,但却从内幕信息所有人或其授权使用人处盗用该信息之人,其主体身份源于与信息所有人或其授权使用人等消息来源之间的信义关系。^[27]

在日本、韩国及中国台湾地区等奉行成文法制的东亚地区,内幕交易构成的主体要件则是通过立法明文列举的方式得以确立。例如,日本《金融商品交易法》第 166 条第 1 项将内幕交易主体界定为“与公司有关系的人”,并具体列举其范围:(1)上市公司(包括其母公司及子公司)的管理人员(董事和监事)、代理人、职工及其他工作人员;(2)具有《公司法》第 433 条所规定的权利的股东,即享有全体股东表决权的 3% 以上的表决权或已发行股份总数 3% 以上股份的股东,因该等股东享有会计帐簿查阅权,可以查阅上市公司及其子公司的会计账簿,进而知悉一般投资者所无法接触到的信息,故亦被纳入“与公司有关系之人”,《优先股权投资法》所规定的享有类似权利的普通投资者,以及二者的管理人员、代理人及职工;(3)基于法令对于该公司拥有调查权、报告书受理权等权力者,主要指监督官厅的职员;(4)与该公司缔结契约或进行缔约协商之人。此外,从上述“与公司有关系的人”处获悉内幕信息之人亦受反内幕交易制度的规制。^[28] 韩国《金融投资服务与资本市场法》则将内幕交易主体限定于:(1)上市公司(包括其子公司)及其管理人员(包括董事和监事),职工和代理人;(2)该公司的重要股东;^[29] (3)对该公司享有任何法律法规规定的许可、批准、指导、监督以及其他权力的人;(4)与该公司缔结契约或进行缔约协商之人;(5)第(2)项至第(4)项所规定之人的代理人、使用人或职工(当第(2)项至第(4)项所规定之人为公司时,是

[27] 参见 Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law*, 2nd Edition, Foundation Press, 2009, pp. 316-324.

[28] [日]河本一郎、大武泰南:《证券交易法概论》(第四版),侯水平译,法律出版社 2001 年版,第 273 页。

[29] 根据韩国《金融投资服务与资本市场法》第 9 条第 1 款第 2 项,所谓“重要股东”,是指无论以任何人的名义,持有公司已公开发行人有表决权的股票 10% 以上,或能够通过任免管理人员或依总统令规定的其他方式而实际控制公司主要事务的股东。

其管理人员、职工及代理人);(6)从以上各项所规定之人处受领内幕信息之人。^[30] 中国台湾地区“证券交易法”则规定,内幕交易主体需具备以下身份:(1)发行股票公司的董事、监察人及经理人;(2)持有该公司之股份超过10%的股东;(3)基于职业或控制关系获悉消息之人;(4)丧失前三款身份后,未满6个月者;(5)从前三款所列之人处获悉消息者;(6)前款所列之人的配偶、未成年子女及为其持有股票者。^[31]

上述东亚地区立法虽未直接使用信义关系或信义义务的用语,但均一致要求行为人须具备“与公司有关系”的身份特征;无此身份,即使实际利用内幕信息获利,亦不构成内幕交易行为。此种立法逻辑与美国法同出一辙,具有鲜明的信义进路色彩。

2. 内幕交易的主观要件:持有与利用学说之争

在信义进路下,内幕交易被视为证券欺诈的一种类型,故行为人必须具有欺诈故意的行为构成主观要件,美国联邦最高法院将其界定为“意在欺骗、操纵或欺诈的精神状态”。^[32] 但对于行为人主观认识的具体内容,却存在着“获悉持有”与“实际利用”的争论,并直接影响到反内幕交易的立法与司法实践。

“持有”说认为,当行为人决定是否进行证券交易时,如已获悉自己持有内幕信息,则将不可避免地“利用”该内幕信息作成是否交易的决定,一旦行为人知悉持有内幕信息时,即满足内幕交易构成的主观要件。^[33] 而“利用”说强调,行为人的交易行为与其所持有的内幕信息之间必须具有一定的因果关系,只有内幕信息于交易时被“实际利用”,方能证明欺诈意图的存在,仅仅“获悉持有”内幕信息并不足以推定欺诈意图,反而影响正当交易。^[34] 二者区别的实质在于主观要件构成的不同,前者仅要求行为人主观上获悉持有内幕信息即可,后者还要求应当利用该信息进而作成交易决定。为缓和上述争端,美国证监会于10b5-1规则中对于主观要件做出新的解释,即行为人在交易时已“知悉”该内幕信息,同时若行为人可以证明存在以下情况,则其交易即非根据内幕信息进行:行为人在知悉内幕信息之前,已经签订买卖有价证券的合同,或已指示他人自己买卖证券,或已制定买卖证券的书面计划,并且按照其内容进行交易。同时,上述合同、指示或计划应当满足如下条件:(1)就该有价证券的交易数量、交易价格及交易日期予以确定,确定的方式能够通过书面记载的公式、计算方法或电脑程序得出;或者(2)行为人不得对该交易是否进行、如何进行及何时进行做出任何后续影响,即使有人对其作出此等影响,亦不得知悉内幕信息。^[35] 此项“知悉”标准,一方面采取了过错推定的立法技术,凡知悉内幕信息的交易者即推定其交易行为系根据内幕信息而进行,大大减轻了公诉人及原告对于被告“利用”信息的举证负担;另一方面被告仍可以交易进行与知悉内幕信息之间并无因果关系作出积极抗辩,亦即如未利用该信息则不构成内幕交易,有效避免了单纯“持有”标准过于宽泛的弊端,实现了“持有”与“利用”的妥协与平衡。

应当指出的是,信义进路下判定内幕交易主观要件的“知悉”标准虽然在形式上较为接

[30] 参见韩国《金融投资服务与资本市场法》第174条第1款。

[31] 参见台湾地区“证券交易法”第157-1条。

[32] Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185 (1976).

[33] 参见 United States v. Teicher, 987 F. 2d 112 (2d Cir. 1993)。

[34] 参见 SEC v. Adler, 137 F. 3d 1325 (11th Cir. 1998)。

[35] 参见 17C. F. R. § 240.10b5-1(c)。

近“获悉持有”标准,但实质上仍以“实际利用”为终极标尺,进行证券交易与知悉内幕信息之间的因果关系不可或缺,只不过须由被告承担证明责任而已。正是基于这种立法进路,我国台湾地区“证券交易法”于2010年修改内幕交易主观要件规范时,将原条文中的“获悉”内幕信息修改为“实际知悉”内幕信息,意在凸显客观行为与主观认知间存在关联的必要性,以避免凡交易时“获悉持有”内幕信息即构成违法的现象出现。^[36]

三 市场进路下的内幕交易规制体系

欧盟成员国及澳大利亚、新加坡等国在规制内幕交易立法方面,不同于美国及东亚地区所奉行的信义进路,遵循的则是市场进路,即以“保护投资者利益并增进其对证券市场公平性的信心”为宗旨。^[37]

(一) 市场进路在欧盟的演进

欧盟立法对于内幕交易行为的规制主要经历了两个阶段:分别以《禁止内幕交易指令》^[38]和《禁止内幕交易和市场操纵指令》^[39]的出台为标志。

1. 《禁止内幕交易指令》

在维护市场公平的立法理念指导下,由作为欧盟前身的欧共同体于1989年制定的《禁止内幕交易指令》是欧盟首个规制内幕交易的指令,为各成员国制定或修改国内立法提供了框架性原则及最低规范标准。该《指令》在序言中明示其立法目标:“鉴于证券市场的稳定运行依赖于投资者对市场充满信心,而投资者信心则来源于其平等市场地位的赋予及不受不当使用内幕信息行为的影响;内幕交易仅使特定投资者获利,而对其他普通投资者则极不公平,这必将侵蚀市场信心进而损害其稳定运行,因此应予禁止。”^[40]

《禁止内幕交易指令》对于内幕交易行为构成作出如下规范:首先,关于客体要件即内幕信息,《指令》第1条将其界定为“与一个或多个可转让证券有关而未公开的准确消息,并且于公开后可能对特定可转让证券的价格产生重要影响的信息”。其次,关于主体要件,《指令》将其分成两类:其一,第2条规定之“任何利用担任发行人的行政、管理及监督机关成员,持有发行人股份,或因履行雇佣、专业或其他义务而持有内幕信息之人”,若上述之人为公司或其他类型之法人时,为该法人利益而参与交易决定的自然人亦受同等规范;其二,第4条规定之“直接或间接从第2条所规定主体处获得内幕信息之人”。学者将上述两类主体分别称为“首要内部人”与“次级内部人”,以区分其内幕信息获取途径的不同。^[41]再

[36] 详细介绍参见武永生:《“证券交易法”第157条之1内线交易关于重大消息“实际知悉”修正条文之探讨》,载《铭传大学法学论丛》第13期。

[37] 参见 Marc I. Steinberg, *Insider Trading, Selective Disclosure, and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis*, 22 *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2001; Alexander F. Loke, *From the Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U. K., Australia and Singapore*, 54 *The American Journal of Comparative Law*, 2006.

[38] Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing.

[39] Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

[40] 参见 the preamble of Directive 89/592/EEC.

[41] Klaus J. Hopt, *The European Insider Dealing Directive*, in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *European Insider Dealing*, Butterworth, 1991, p. 136.

次,关于主观要件,《指令》对于首要内部人与次级内部人均规定应当对于持有并利用内幕信息的事实具有“全面认知”,类似于美国法中的“实际利用”标准。最后,关于客观要件,《指令》对于首要内部人与次级内部人作出不同规范:前者实施以下三种行为均构成内幕交易:其一,以自己或他人名义,直接或间接地取得或处分相关可转让证券;其二,对他人泄露内幕信息,除非基于履行雇佣、专业或其他义务等正当理由;其三,建议或引诱他人根据内幕信息而取得或处分相关可转让证券。而后者只有实施第一种行为方构成内幕交易。

2.《禁止内幕交易和市场操纵指令》

为加强对内幕交易及市场操纵等市场滥用行为的打击力度,实现建立真正单一的金融服务市场的目标,欧盟于2003年制定了《禁止内幕交易和市场操纵指令》,取代《禁止内幕交易指令》成为其指引成员国反内幕交易立法的唯一规范。在指导思想,新《指令》继续坚持市场进路,提出“一个完整有效率的金融市场需要市场健全性;内幕交易和市场操纵行为妨碍充分及适当的透明度,而市场透明度正是所有经济主体参与健全金融市场交易的前提;禁止内幕交易及禁止市场操纵立法具有共同目的,即维护金融市场的健全及增进投资者对市场的信心”。^[42]

在内幕交易规制内容方面,新《指令》更加体现维护市场公平的实质性要求,具体表现为:首先,废除主体要件。在首要内部人方面,新《指令》将“利用犯罪行为而持有内幕信息之人”纳入其中,因为原指令仅将以合法方式获取内幕信息进而不当使用的行为纳入规范,但实践中亦会存在通过非法方式(如盗窃行为等)而获取内幕信息并加以利用的情形,此种犯罪预备或实行行为均将对金融商品价格产生重大影响,故有规制之必要。^[43]在次级内部人方面,新《指令》删除“直接或间接从首要内部人处获得内幕信息”的信息来源要求,意在将所有拥有内幕信息之人均纳入规范,而不问其信息系源自首要内部人抑或其他渠道。至此,欧盟反内幕交易制度所规范的主体类型已经涵盖所有通过合法及非法方式拥有内幕信息之人,行为人的身份已无关紧要,内幕交易行为构成亦无需主体要件的支撑。其次,降低主观要件。对于原指令中“全面认知”的主观要件标准,新《指令》予以全面更改:在首要内部人方面,完全废除这一主观要件;在次级内部人方面,则改为“知道或应当知道”标准,即使因过失应知而未能知悉所持内幕信息者亦构成违法,因而大幅度降低了行为构成的主观标准。最后,统一客观要件。针对原指令在客观要件方面对首要内部人与次级内部人区别对待而产生的立法漏洞,新《指令》通过统一规范的形式予以弥补,即任何人实施下列行为均构成内幕交易:其一,以自己或他人名义,直接或间接地利用内幕信息取得、处分或试图取得、处分相关金融商品;其二,非因履行雇佣、专业或其他义务向他人泄露内幕信息;其三,建议或引诱他人基于内幕信息而取得或处分相关金融商品。

(二)市场进路在澳大利亚的演进

在1991年之前,澳大利亚反内幕交易立法奉行的是信义进路,即仅将行为主体限制于“与发行人有关之人”,类似于美国法中的传统内部人与推定内部人。^[44]然而,此种立法进路在实践中却备受批评,正如立法机构在修改报告中所指出:“内幕交易行为的发生必然源

[42] 参见 the preamble of Directive 2003/6/EC。

[43] Guido Ferrarini, The European Market Abuse Directive, 41 *Common Market Law Review*, 2004.

[44] Franklin A. Gevurtz, The Globalization of Insider Trading Prohibitions, 15 *Transnational Lawyer*, 2002.

于对发行人信息的利用,现行规范要求行为人与系争信息的发行人之间存在联系则不必要地使问题复杂化。因为,内幕交易行为认定的基础在于对内幕信息的利用,而非行为人与发行人之间的关联。”^[45] 据此,立法机构正式废除信义进路而改采市场进路,并明确禁止内幕交易的目的在于保证证券市场运行的自由与公平,使得所有参与者均能平等获得相关信息。投资者信心及证券市场的融资功能在很大程度上依赖于对不当使用秘密信息行为的禁止。

目前澳大利亚反内幕交易立法依然遵循 1991 年改革后所确立的市场进路,规定任何持有内幕信息并知道或理应知道该信息为内幕信息者,以自己或他人名义取得、处分或试图取得、处分相关金融商品,或者建议他人取得、处分或试图取得、处分相关金融商品,均将构成内幕交易。^[46] 相较于信义进路的复杂性、不确定性和涵盖范围的漏洞,市场进路更能体现反内幕交易制度所蕴含的市场公平与效率价值,并且具有概念上的简明性,有助于市场参与者的理解与适用,故而获得立法机构的肯定与坚持。^[47]

(三) 市场进路对内幕交易构成要件的影响

在市场进路下,内幕交易的违法性基础并不在于信义义务的违反,而系对作为证券市场健康发展之基石的公平性的损害,即破坏了所有投资者均有权平等获取相关信息这一“游戏规则”。这一颠覆性变革的结论是:无论任何人,只要其持有内幕信息并据以实施任何可能损害市场公平性的行为,皆可认定为内幕交易,而与其身份特征及至主观状态无关。由此决定市场进路下的内幕交易构成要件展现出不同于信义进路的特征,即以客体要件和客观要件为中心,而废除或淡化主体要件和主观要件。

1. 主体要件的废除

市场进路认为,内幕交易行为对证券市场的健全构成威胁的根本原因,在于行为人对内幕信息的不当使用,而不同于信义进路下的对信义义务之违反,故而任何人无论其是否与系争证券的发行人有关联,皆有可能成为内幕人,只要其不当使用了内幕信息。因此,行为人的身份特征对于内幕交易行为构成已无实际影响,市场进路下的反内幕交易立法对于主体要件仅作形式上保留或者彻底废除。

模式一,以英国《2000 年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000,以下简称“FSMA2000”)为代表的形式保留而实质废除模式。此种立法模式的特点在于,虽然在形式上保留了“内部人”概念并具体列举其范围,但由于其外延已覆盖至一切不当使用内幕信息之人,导致行为人的身份特征对于内幕交易行为的认定并无实质意义。该法模仿欧盟《禁止内幕交易和市场操纵指令》将内幕交易主体界定为以下五类拥有内幕信息之人:(1)基于担任发行人的行政、管理及监督机关成员;(2)基于持有发行人股份;(3)基于履行雇佣、专业或其他义务而获授权使用信息;(4)基于犯罪行为;(5)通过其他方式而获得信息并明知或可合理期待其应知该信息为内幕信息。^[48] 虽同将内幕交易行为人称为“内部人”,但英国法所涵盖的范围远较美国法宽泛:其一,第(1)类主体不以董事和高级职员为限,尚包括实际担任发行人行政、管理及监督职务之人;其二,第(2)类主体并不限于持股 10% 以

[45] Report of the House of Representatives Standing Committee on Legal and Constitutional Affairs (Australia), *Fair Shares for All: Insider Trading in Australia* (October 1989) para 4.3.5.

[46] Corporations Act 2001 (Australia) s1043A(1).

[47] Corporations and Markets Advisory Committee (Australia), *Insider Trading Report* (November 2003), pp. 29 - 30.

[48] FSMA 2000 (UK) s118B.

上的大股东,而是包括任何因持股关系而拥有发行人内幕信息之人;其三,第(3)类主体亦不以与发行人具有信义关系的专业人员为限,金融监管机关人员、证券交易所人员、资本市场中介机构人员及媒体机构人员等,均包括在内;其四,第(4)类和第(5)类主体即因盗窃及道听途说等方式而拥有内幕信息者,由于与信息所有人或其授权使用人之间不存在信义关系,故在信义进路下并不被视为内部人,而市场进路立法则将其纳入规制范围。^[49]

模式二,以德国《证券法》(WpHG)为代表的彻底废除模式。鉴于主体要件的逐渐式微,一些国家立法则干脆删除此项内容,直接禁止任何人实施不当使用内幕信息的行为,以凸显市场公平的法益目标。选择此种立法模式的代表性国家,除前文所述澳大利亚外,即为欧盟最大经济体和全球主要资本市场的德国。德国1994年《证券交易法》曾对内幕交易的主体要件作出规定,即行为人应为内部人或知悉内幕信息的非内部人;所谓“内部人”则包括基于担任发行人的董事会或监事会成员、或发行人的合伙人或关联人,持有发行人或其关联人的股份,或履行雇佣、专业或其他义务而知悉内幕信息之人。而该法于2004年修改时则彻底废除了上述主体要件,其第14条第1款直接规定“禁止:(1)利用内幕信息为自己或他人利益取得或处分内部人证券,(2)擅自披露或使第三人获得内幕信息,(3)基于内幕信息,推荐或引诱他人取得或处分内幕人证券。”显然,上述规定对于任何人均同等适用,其身份特征在所不问。^[50]

2. 主观要件的淡化

由于市场进路并不将内幕交易视为行为人对交易相对方的欺诈,因此也就无需欺诈意图的存在,但同时考虑到规制内幕交易与保持资本市场活跃性之间的平衡,各国立法在内幕交易主观要件的处理问题上遂表现出不尽相同的态度:澳大利亚法规定所有行为人均应具备“知道或理应知道所持有信息为内幕信息”的主观要件;英国FSMA2000仅要求次级内部人应当“并明知或可合理期待其应知”所拥有信息为内幕信息,对首要内部人则无此要求;德国法的规定则最为严格,即对于任何行为人所实施的内幕交易的认定均无需主观要件的满足。尽管规制政策宽严不一,但与信义进路相比,市场进路下的反内幕交易制度在整体上却明显放宽或淡化了主观要件。

首先,简化主观要件的内涵。信义进路下主观要件的内涵,不仅指“获悉持有”内幕信息,还应包括对“实际利用”内幕信息的认知,而对后者的证明则是行政执法与司法过程中最为困难的问题,直接制约反内幕交易制度的实效。有鉴于此,英国、澳大利亚及新加坡等国立法虽然继续保留了主观要件,但对其内涵却一致予以简化,即只需行为人对“所持信息为内幕信息”这一项事实具有主观认识即可,由此得以在相当程度上排除主观要件证明对内幕交易认定所产生的障碍。

其次,放宽主观认识程度的要求。在信义进路下,由于内幕交易被定性为证券欺诈,故此行为人必须具有欺诈的故意,即其主观上应为“明知”的状态,过失则不符合主观要件。这一主观认识程度要求,无论从美国法中的“获悉”、“知悉”,还是台湾地区法中的“实际知悉”等用语均可得以体现。而市场进路下的内幕交易法则将这一主观认识程度放宽到过失

[49] 赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,第483页。

[50] [英]亚历山大(Alexander, R. C. H.):《内幕交易与洗钱:欧盟的法律与实践》,范志明、孙芳龙等译,法律出版社2011年版,第63页。

状态,即行为人应当认识到所持信息为内幕信息但因过失而未能认识亦满足主观要件的要求,英国 FSMA2000 中的“可合理期待应知”标准和澳大利亚法中的“理应知道”标准即为例证。随着主观要件证明标准的降低,行政执法机构和原告的举证负担即得以显著减轻,并进而推动反内幕交易执法和司法效率的提升。

四 中国内幕交易规制体系的进路选择

(一) 内幕交易立法的信义进路与市场进路的比较

观察全球反内幕交易立法的两种主要理论进路不难发现,二者关于内幕交易构成的客体和客观要件并无实质差异,其分歧主要集中在对主体要件和主观要件的处理方面。

首先,对于主体要件处理的区别。由美国判例法所确立的信义进路,将内幕交易的违法性基础归结于信义义务的违反,而信义义务的产生则以信义关系的存在为前提,因此只有与系争证券的发行人之间存在信义关系之人方能构成内幕交易的主体,该等信义关系可基于担任管理职务、持有多数股份、受托提供专业服务及依法定职权等多种原因产生。然而,将内幕交易主体限定为“与发行人有关之人”,显然难以规制所有的内幕交易行为,美国判例法为此又不得不陆续建立其他的补充理论,将主体要件扩展至从内部人处受领信息及从“信息来源”处盗用信息之人。但由于固守信义义务违反的归责理念,导致其规制范围仍存疏漏,例如,与“信息来源”不存在信义关系之人通过盗窃或其他犯罪方式获取内幕信息并进行交易,即无法适用盗用理论追究其内幕交易责任。市场进路则着眼于内幕交易行为对证券市场健全发展的影响,只要行为本身可能对证券市场的公平交易基础以及投资者信心构成危害,即应受到法律的禁止,而与行为人的身份因素无关。因此采取市场进路国家的反内幕交易立法或者大规模扩充主体要件的涵盖范围,如英国;或者彻底抛弃主体要件,如德国和澳大利亚,以实现对所有可能出现的内幕交易行为类型的事前规制。

其次,对于主观要件处理的区别。由于信义进路下的反内幕交易制度源于反欺诈理念,因此欺诈故意的存在对于内幕交易行为的成立即不可或缺。在美国法中,无论何种形式不当使用内幕信息的行为,只有在行为人主观上对于持有内幕信息及利用谋利均具有明知的故意时,方能被认定为内幕交易。例如,在信息传递型内幕交易中,信息传递人构成内幕交易既应明知其所泄露的信息为内幕信息,还应具有谋取个人利益的故意;信息受领人构成内幕交易则既应明知其所受领的信息为内幕信息,还应对信息传递人违反信义义务有所知悉。此种立法模式不仅极大提高了行政执法机关及原告的举证难度,而且过度挤压了反内幕交易制度的适用空间。例如,内部人将内幕信息不当泄露给受领人,却被他人偶然听到,事后该道听途说者而非受领人利用信息进行了证券交易,根据美国法的信息传递责任理论,由于传递人并不具有谋取个人利益的故意,道听途说者亦不知悉传递人违反信义义务,故此二者均不构成内幕交易。^[51] 然而根据市场进路,上述情形中传递人及交易人的行为无疑已对证券市场的公平性造成损害,因而无需具备主观上的可责性即可认定其内幕交易行为的成立,有此推动主观要件的淡化乃至废除。

概言之,信义进路与市场进路对于内幕交易危害性的认识和应当予以法律规制的立场

[51] 参见 SEC v. Switzer, 590 F. Supp. 756 (W. D. Okla. 1984)。

基本一致,只是在鼓励正当交易与禁止内幕交易两项价值目标之间寻求平衡时的侧重有所不同。信义进路侧重于鼓励正当交易以促进市场活跃,故而对行为构成加以主体要件和主观要件的双重限制,仅处罚最为典型的内幕交易形态;而市场进路则倾向于排除一切内幕交易行为对市场公平产生的威胁,因此力图确保反内幕交易制度事前规制的周密以及事后实施的有效,有碍此一目的实现的构成要件即应予以限缩或废除。

(二) 中国内幕交易规制体系的可能选择

虽然立法机关和学术界对于反内幕交易制度的理论进路并未表明立场,但从其具体规范内容中仍可发现明显的信义进路特征。一方面,要求内幕交易的主体必须为内幕人,并详列举其(尤其是知情人)范围,意在通过行为人与系争证券的发行人之间的某种关系来探寻其可归责性,即为主体要件的规定;另一方面,《证券法》第73条中的“利用内幕信息”即为主观要件的规定。^[52] 信义进路所固有的规制范围狭隘和实施困难等特点不可避免地存在于我国资本市场之中,导致内幕交易认定更为繁琐,徒增执行成本,影响查处效率。

我们认为,我国目前尚不存在移植信义进路的土壤,而市场进路则更为契合本土实际,有助于实现遏制违法行为和保护投资者权益的法益目标。实际上,证监会亦于近期的行政处罚决定书中明确指出,禁止内幕交易的立法目的在于“保障众多的市场参与者依法公平地获取和使用相关信息、公平交易”^[53],全面树立市场进路已不存障碍。

首先,信义进路不易移植。信义进路在美国的确立有着坚实的现实基础,与其法制传统密不可分。如果没有相应的根基和环境,就很难生成类似美国的内幕交易法制。^[54] 其一,作为信义义务进路下内幕交易立法核心范畴的证券欺诈及信义义务,均以其深厚的普通法理论为依托,并且经过上百年的传承积淀,已发展得至为丰富和完备,其内幕交易规制体系亦完全依此建立。而我国根本不具有普通法传统,甚至连信义义务的概念也未曾确立,更遑论移植信义进路。其二,虽然美国存在成文证券法,但其规定十分简略,重要事项多付诸阙如,只能通过法官造法的方式,由法院依据普通法规则作出裁判形成判例法。可以说,在美国反内幕交易制度的发展过程中,法官扮演着极为关键的角色,信义进路及其指引下的内幕交易行为构成体系,均为判例法的产物。而我国历来是实行成文法制的国家,法官只能依照现有法律规定进行审判,这就要求立法必须对内幕交易的构成要件作出明确的规范,以利于司法适用及指引社会行为。其三,强大的公共和私人执法力量有力地推动了内幕交易规制立法效果的实现。如前文所述,虽然美国内幕交易规制立法存在诸多缺漏,但其遏制违法行为的实效确不容否认,^[55] 究其缘由,一是SEC依其独立的地位、强大的权力和高效的措施成功地打击了内幕交易行为,^[56] 二是私人证券诉讼制度极大地激发了广大公众投资者揭发内幕交易的热情。然而这两项反内幕交易的有力武器在我国尚不存在,证监会“不但独立性不足而且执法权力有限”,^[57] 内幕交易民事赔偿诉讼之门更是尚未开启,如果采取信义进路,实难取得类似执法效果。因此,信义进路下的美国反内幕交易制度,是以深厚的普通法

[52] 彭冰:《内幕交易行政处罚案例初步研究》,载张育军主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第122页。

[53] 《中国证监会行政处罚决定书(ST 黄海赵建广)》[2009]17号。

[54] 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。

[55] Hui Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Kluwer Law International, 2006, p. 167.

[56] 洪艳蓉:《美国证券交易委员会行政执法机制研究:“独立”、“高效”与“负责”》,载《比较法研究》2009年第1期。

[57] 详见洪艳蓉:《美国证券交易委员会行政执法机制研究:“独立”、“高效”与“负责”》。

为根基,以特有的执法和司法体制为环境发展起来的,^[58]离开相应的制度环境,其预设功能的实现必然受到影响。

其次,市场进路契合中国实际。与信义进路不同,市场进路并不以任何固有的法制传统和特定的执法司法环境为根基,因而可以被任何法域所移植,不会留下水土不服的隐患。更为重要的是,其所坚持的基本立场和构建的规范体系,无论在理论抑或实践层面均完全契合中国实际。其一,符合我国证券法的核心宗旨和基本原则。我国证券法以投资者权益保护为核心宗旨,以公平、公正、公开为基本原则,强调只有保护了投资者的权益,证券市场才能有序运行和持续发展。^[59]保护投资者权益的先决条件则是赋予其平等获取证券市场信息的机会,如《证券交易所管理办法》第 34 条规定,“证券交易所应当保证投资者有平等机会获取证券市场的交易行情和其他公开披露的信息,并有平等的交易机会。”而市场进路所倡导的确保证券市场健全、维护投资者信心等理念与我国证券法的核心宗旨和基本原则高度一致,不存在立场分歧。其二,涵盖范围广泛,有助于全面遏制违法行为。针对目前内幕交易屡禁不止、层出不穷的现状,国家开始不断加大打击力度,正所谓“乱市”用重典。而市场进路下的反内幕交易立法,通过对行为主体、信息种类及行为样态等全方位的严格规范,可以真正实现对内幕交易行为的一网打尽。其三,结构简明,易于操作。市场进路下的内幕交易行为认定,不再拘泥于主体的身份因素,仅依是否存在非法利用内幕信息的事实来判断,在简化法律规范的同时,构成体系也变得更加明晰,便于实践操作,提高执法效率。

五 结论:中国内幕交易规制立法体系的具体变革

就内幕交易规制立法体系变革方向而言,我国目前不宜引入信义进路,而市场进路或许更适合我国资本市场实际。在市场进路指引下,任何不当使用内幕信息的行为皆应被认定为内幕交易,基此,废除现行法中关于内幕交易行为构成的主体要件和主观要件,同时完善客体要件和客观要件,既能推动内幕交易规制立法的功能实现,又可彰显证券法的核心宗旨和基本原则,或为契合本土实际并体现世界最新立法趋势的内幕交易立法改革方案。

(一) 废除内幕交易的主体要件和主观要件

主体要件和主观要件均为信义进路的特有产物,其突出弊端在于过度限缩规制范围和严重制约证券执法效率,有违我国证券法的核心宗旨和基本原则,可以考虑予以废除。

首先,废除内幕交易的主体要件。我国现有内幕交易规制条款中的主体要件适用困惑,正是其内在缺陷的必然反映。其一,界定依据不充分。仅以主体所具有的某种形式要件(董事、监事、高管及持股 5% 以上等)即推定其为知情人,未免过于武断,具备该种形式要件的主体很可能对内幕信息根本不知情,也可能非基于该种形式要件而知情,亦即特定形式要件与知悉内幕信息之间并无必然联系,同时也会将在实际知悉内幕信息但并不具备法定形式的主体不当地排除在外。其二,涵盖范围仍存漏洞。例如,域外立法所普遍规定的从知情人处受领内幕信息但与其并无亲属关系之人显然不在法定知情人范围之内,偶然获得内幕信息的道听途说者亦难以被归入非法获取者,因此现行法又不得不用“通过其他途径获取

[58] 陈舜:《内幕交易理论的普通法基础》。

[59] 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社 2006 年版,第 54 页。

内幕信息的人”加以兜底。^[60] 既然通过其他途径获取内幕信息的人也有可能成为内幕人,就等于承认内幕交易的成立与行为人获取内幕信息的途径并无关联,任何人不当使用内幕信息均应受到禁止内幕交易规则的规制,与其费尽心思地列举并无实际意义的内幕人范围,不如仿照德国和澳大利亚的立法模式直接废除主体要件,以真正体现证券法的公平原则。

其次,废除内幕交易的主观要件。主观要件的证明是反内幕交易制度实施中最为困难的环节,因为知悉内幕信息并据此交易只是行为人的“心理状态”,从外界无法直接观察。内幕交易人“会有 100 个理由解释自己为什么交易——没有一个是说自己事先知道内幕信息”,内幕交易案件的处理因而经常会耗时数年之久或不了了之。^[61] 即使在对于主观要件要求最为严格的美国也只能通过交易记录、交易模式、当事人之间的关系、联系纪录等环境证据来证明其存在,^[62] 这实际上是以客观上持有内幕信息的行为来推定主观上的知悉,如此,主观要件独立存在的价值即大打折扣。如果过于拘泥主观要件,反而会对内幕交易规制立法的实施造成严重障碍,对此,证监会相关人士亦曾表示,“我国对内幕交易行为施以行政处罚时,采用的是客观标准,并不要求当事人有主观上的故意或者过失,也未要求当事人的买卖行为是‘利用’内幕信息”。^[63] 此种见解与市场进路完全吻合,即以不当使用内幕信息的行为来认定内幕交易而不考虑主观状态。因此,删除《证券法》中规定主体要件和主观要件的第 73 条和第 74 条,既可化解条文之间的冲突,又能有效提升证券执法效率,或为较优选择。

(二) 明确内幕交易的客观要件和豁免情形

正如其他任何具有双刃剑性质的制度一样,反内幕交易制度在打击证券违法行为的同时也可能对正当的市场行为产生牵连,为兴利除弊,法律应当在禁止行为与许可行为之间划分清晰的界限。

首先,明确内幕交易客观要件的内涵。内幕交易行为的成立是否须以相关证券交易的实际发生为要素,不同进路下的立法规定截然相反:根据美国法,证券欺诈的成立必须“与证券买卖有关”,如果仅有泄露或建议、引诱他人购买的行为,但最终并未有人利用该信息实际购买相关证券,则此种行为并不构成内幕交易。^[64] 而英国 FSMA2000 则将根据内幕信息作出交易计划、泄露内幕信息、建议或引诱他人买卖相关证券等行为亦认定为内幕交易,而不以实际发生相关证券买卖的结果为前提。^[65] 考虑到市场进路关注的是行为对证券市场公平性可能产生的影响,并非实际造成的损害,上述行为显然足以对市场的公平性构成实质威胁,故有禁止的必要。我国规制内幕交易选择市场进路是采取一以贯之的思路,还是在客观要件的内涵方面做出妥协,必须作出选择。

其次,增加内幕交易认定的豁免情形。在废除主体要件和主观要件之后,反内幕交易制度的规制范围已经涵盖所有不当使用内幕信息的行为类型,足以确保证券市场的公平交易基础;但同时也有可能将某些在形式上符合内幕交易构成要件,但实质上却对证券市场并无

[60] 参见证监会《指引》第 6 条第 5 款。

[61] 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。

[62] Hui Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, p. 230.

[63] 中国证监会行政处罚委员会编:《证券行政处罚案例判解》(第 1 辑),第 4 页。

[64] 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 227 页。

[65] 参见 Alastair Hudson, *The Law of Finance*, Sweet & Maxwell, 2009, pp. 270 - 272.

危害的正当行为纳入禁止行列,如此恐致寒蝉效应,反而有碍证券市场的繁荣。因此,域外特别是采取市场进路的国家,通常在法律中明确规定豁免情形,以排除客观归责可能产生的负面影响。例如,英国金融服务监管局(Financial Services Authority,以下简称“FSA”)所制定的《市场行为守则》(The Code of Market Conduct)规定以下情形均不构成内幕交易:(1)根据在拥有内幕信息之前既已做出的决定进行交易或试图进行交易;(2)为履行在拥有内幕信息之前既已产生的法定或约定义务而进行的交易;(3)为执行客户指令而进行的交易;(4)为收购或合并目的而进行的交易;(5)基于履行雇佣、专业或其他义务等正当理由而披露内幕信息(如向监管机关、中介机构等的披露);等等。^[66]此外,欧盟《禁止内幕交易和市场操纵指令》还将上市公司股份回购行为列入豁免范围。^[67]而我国《证券法》第76条第2款仅规定“持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司5%以上股份的自然人、法人、其他组织收购上市公司的股份,本法另有规定的,适用其规定”一种情形,过于狭隘,有必要予以适当扩充。

(三)完善内幕交易的客体要件

在明确客观要件的内涵之后,内幕交易规制立法改革的最后也是最关键的任务即为客体要件的完善。

首先,关于信息公开判断标准的完善。内幕信息的本质特征即在于未公开性,如果信息已经公开则不构成内幕信息,因此只要确定了信息公开的标准,未公开性即可判定。证监会《指引》规定了信息公开的三项判断标准:一是在证监会指定的报刊、网站等媒体披露,二是被一般投资者能够接触到的全国性报刊、网站等媒体揭露,三是被一般投资者广泛知悉和理解。考虑到信息公开之后通常需要一段时间才能被市场所吸收,^[68]又引入了价格敏感期的概念,即“从内幕信息开始形成之日起至内幕信息公开或者该信息对证券的交易价格不再有显著影响时止”。但问题随之而来,此种看似严密的规定却存在理解和适用上的困惑:内幕信息开始形成之日如何确定?“内幕信息公开”与“该信息对证券的交易价格不再有显著影响”二者完成时点可能并不一致,究竟以谁为准?信息公开的三种判断标准之间以何为准?^[69]对此,英国及澳大利亚的“普遍获得”标准或许能够提供另一种思路:如果信息能够被一般投资者所普遍获得即为公开。^[70]至于普遍获得的认定,FSA认为应当考量:该信息(1)是否已通过法定渠道予以披露;(2)是否包含在可为公众公开查阅的纪录当中;(3)是否可通过其他方式普遍获得,如互联网或其他出版物(包括须付费方能取得),或从已公开的信息中间接获得;(4)是否可在不侵犯他人隐私、财产或秘密的前提下被公众通过观察而获得;以及(5)可通过对公开信息的分析或推断而获得的程度。^[71]此种判断标准以信息的平等获取为唯一导向,只要信息能够为一般投资者所普遍获取,即实现了平等获取,也就不具有非公开性,符合市场进路的本质要求,值得借鉴。

其次,关于重大性的判断标准的完善。内幕信息必须具有重大性,一旦公开将会对证券

[66] 参见 FSA, The Code of Market Conduct, 1.3.3E, 1.3.12C, 1.3.17C and 1.4.3C。

[67] 参见 Article 8 of Directive 2003/6/EC。

[68] 叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第315页。

[69] 李有星、董德贤:《证券内幕信息认定标准的探讨》。

[70] 参见 FSMA 2000 (UK) s 118C and Corporations Act 2001 (Australia) s 1142A。

[71] 参见 FSA, The Code of Market Conduct, 1.2.12 E。

价格产生重大影响,证监会《指引》对此通过证券价格指数来认定,即“有关信息一旦公开,公司证券的交易价格在一段时期内与市场指数或相关分类指数发生显著偏离,或者致使大盘指数发生显著波动”。有学者将之称为价格敏感标准,并认为在我国目前市场条件下,证券只能反映历史性信息,对当前信息的反应则具有滞后性,用价格敏感性标准来衡量信息的重大性显然是不现实的,因为价格也许根本没有对信息作出应有的敏感反应,而域外通行的理性投资者标准更具实用性。^[72] 在理性投资者标准下,如果内幕信息能够对一个理性投资者的投资决策产生影响,即具有重大性。^[73] 然而,理性投资者如何界定,是专业投资者,还是广大散户? 即使其发明者美国联邦最高法院也未能给出明确的答案,只得在个案中具体认定。^[74] 两相比较,与其改用更为主观和模糊的理性投资者标准,尚不如对价格敏感标准加以完善,增强其可操作性。例如,我国沪深两市《交易规则》中均有强制公开当日收盘价涨跌幅偏离值达到 $\pm 7\%$ 的前3只或前5只证券的成交金额最大5家会员营业部或席位的名称及成交金额的规定,^[75] 如果内幕信息公开后,相关证券的交易价格涨跌幅偏离值达到 $\pm 7\%$,不妨认定为具有重大性。内幕信息重大性具体判断标准的明确统一,或许更为符合我国资本市场法治的现状。^[76]

[**Abstract**] Against the background of globalization of regulation of insider trading, legislative approaches to regulating insider trading adopted by various countries in contemporary world may be divided into two types: fiduciary and market approaches. The development of fiduciary approach is a process of increasingly extending the scope of fiduciary obligor's boundary and judging the obligor's subjective state of transaction. As regards the development of market approach, it is actually a history of restricting and abolishing the subject and subjective elements decided by insider trading and improving the objective elements of insider trading. It is truly difficult to prohibit insider trading in Chinese capital market. This realistic dilemma actually reflects the fact that insider trading has resulted in an institutional logic confusion, and constituted obstacles in terms of determining relevant transactions and ascertaining liabilities. With regard to the orientation of the reform of legislative system relating to insider trading, at present, it is not yet proper to introduce fiduciary approach in China, whereas market approach may be more suitable to our legal tradition and the reality of capital market at home. Guided by market approach, any improper use of inside information should be decided as insider trading, the constitutive elements concerning subject and subjectivity that constitute insider trading as provided by the law in force should be abolished, and both object and objective elements be improved. Such practice will not only be conducive to the realization of legislative function of regulation of insider trading, but also helpful to show the key purpose and fundamental principles of securities law.

(责任编辑:姚佳)

[72] 李有星、董德贤:《证券内幕信息认定标准的探讨》。

[73] 参见 FSMA 2000 (UK) s 118C, WpHG (Germany) s 13 and Corporations Act 2001 (Australia) s 1142D。

[74] Hui Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, p. 210.

[75] 参见《上海证券交易所交易规则》(2006年修订)第5.4.1条和《深圳证券交易所交易规则》(2011年修订)第5.4.1条的相关规定。

[76] 主力军:《欧盟禁止内幕交易制度的立法实践及启示》,载《政治与法律》2009年第5期。