

# 内幕信息确定性考量模式之选择<sup>\*</sup>

肖 伟

**内容提要:**内幕信息的确定性在我国现行证券立法中未予规范,但在理论和实践中均成为争议的焦点。本文从立法演变、理论学说和实践情况的综合视角对域外内幕信息确定性的考量经验进行了介绍分析和归纳研究,重点通过对“单独考量模式”和“并入考量模式”的形成原因、实施效果和法律逻辑的比较分析,阐明了两种模式的不同特点和相对优劣。建议我国应采“并入考量模式”,将内幕信息的确定性问题合并到重大性中进行考量,这样既可实现确定性要素所承载的使命,而且更加经济高效,避免争议。

**关键词:**内幕信息 确定性 重大性 考量模式

肖伟,厦门大学法学院教授。

## 一 我国理论与实践现状述评

对内幕信息的确定性,我国现行证券立法未予规范。我国《证券法》第75条将内幕信息定义为证券交易活动中涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。据此,通常认为内幕信息具备三大基本特征:相关性、重大性和非公开性。把确定性作为内幕信息的第四大基本特征,在我国目前尚无法律上的依据。然而,确定性却频繁出现在司法和执法中。在董正青、董德伟和赵书亚内幕交易一案中,辩护人提出内幕信息应当具有确定性的特征,广发证券借壳方案得到延边公路认可的2006年6月2日才是该案内幕信息的形成时间。广州市天河区法院认为,在中国证监会认定的2006年5月10日,借壳方案已具有相当的确定性。广州市中级法院认为,内幕信息的基本特征是重要性和非公开性,确定性并非内幕信息的基本特征。2006年5月10日广发证券公司内部基本确定借壳延边公路,延边公路股票此后不断持续上涨。因此,中国证监会认定此日为内幕信息形成日有充足的事实和法律依据。<sup>[1]</sup>类似的争议还发生在陈榕生、黄光裕、陈玉兴、刘宝春等许多具有重大影响的案件之中,可以说,内幕交易的许多案件都涉及到内幕信息是否确定

\* 本文系深圳证券交易所委托课题“内幕交易构成要件疑难法律问题研究”的中期研究成果。

[1] 详见广州市天河区人民法院(2008)天法刑初字第689号判决书和广州市中级人民法院(2009)穗中法刑二终字第115号判决书。

以及何时形成的争议。

据统计,自 2005 年以来至 2012 年 7 月底,在我国已查处的 32 个行政处罚案件中,共有 25 名当事人提出辩解,其中有 2 人对内幕信息确定性问题上提出辩解,占提出辩解总人数的 8%。中国证监会均未采纳。在我国已判决的刑事案件中,共有 22 个主体被判犯有内幕交易罪或泄露内幕信息罪,其中对内幕交易构成提出辩解者共计 12 人,当中共有 4 个被告人对内幕信息的确定性提出了辩解,占提出辩解人数的 33.33%。<sup>[2]</sup> 对该辩解法院也均未采信。行政相对人或犯罪嫌疑人往往以信息尚未确定为由主张内幕信息尚未形成或迟后形成,从而将自己的全部或部分行为脱离出内幕交易行为之外,达到摆脱或减轻责任的目的。我国证监会和法院在执法、司法实践过程中,大部分案件都避开确定性问题上而依照现有法律规定来论证内幕信息的构成,少量案件也出现讨论确定性问题的情况。

我国学术界就是否将确定性列为内幕信息的构成要素的争论存在两大阵营。主张列入的学者一般认为,内幕信息除应具备非公开性和重大性之外还应具备确定性要素,持这种观点的学者主要有胡光志、吴弘、李有星、井涛、贺绍奇等。胡光志认为,建立确切性标准可以将非来自于信息源或与真实情况无关的“谣言”、“猜测”、“假设”排除于内幕信息之外。<sup>[3]</sup> 李有星主张建立起确切性标准,以过滤冗余的信息,提高对内幕信息认定的有效性。<sup>[4]</sup> 吴弘认为,信息的内容必须是确切的,即该信息必须是具有真实依据的,而非传言。<sup>[5]</sup> 井涛提出,内幕信息应该是特定化和准确的,一般宽泛的、不具体的信息不认为是内幕信息。<sup>[6]</sup> 贺绍奇认为,内幕信息的内容必须是明确具体的,理由在于:从当时证券法和《禁止证券欺诈行为暂行办法》所列举的内幕信息来看,其都属于明确具体的已发生事件。<sup>[7]</sup> 不主张列入的学者一般支持“二要素”说,如杨亮、陈甦、冯果等。<sup>[8]</sup> 他们虽未明确提出确定性不应成为内幕信息的一个构成要素,但在著作中主张内幕信息的构成要素仅有重大性和非公开性两个方面。此外,在主张列入确定性的学者之间,使用的词语和赋予的含义也是存在很大差异的。他们分别使用了诸如确切性、真实性、明确性、具体性、确实性、准确性等许多词语,且在对这些词语含义进行阐释时也都有所不同。这一方面系由于域外在界定相关概念时使用了不同的词语,另一方面也反映了认识上的不一致。实践中的争议,理论上的分野均亟待我们对该问题做出明确的解答。

域外立法与确定性相对应的概念存在差别。欧盟使用“准确性”一词 (of a precise nature),我国香港地区使用“具体性”(specific)的表述,英国使用“具体的或准确的”(specific or precise)提法,我国台湾地区使用“明确”的概念,而美国、日本、加拿大、澳大利亚等国没有单独的确定性的要求,而是在重大性中一并进行综合考虑,因而没有与确定性相对应的专门概念。下面,笔者将对上述各法域相关立法和实践进行分析。

[2] 笔者系根据中国证监会网站上公布的行政处罚案例和所搜集到的刑事判决书进行的统计。

[3] 胡光志:《论证券内幕信息的构成要素》,载《云南大学学报》(法学版)2002 年第 4 期。

[4] 李有星、董德贤:《证券内幕信息认定标准的探讨》,载应勇、郭锋主编:《金融危机背景下的金融发展与法制》,北京大学出版社 2010 年 5 月版,第 395-404 页。

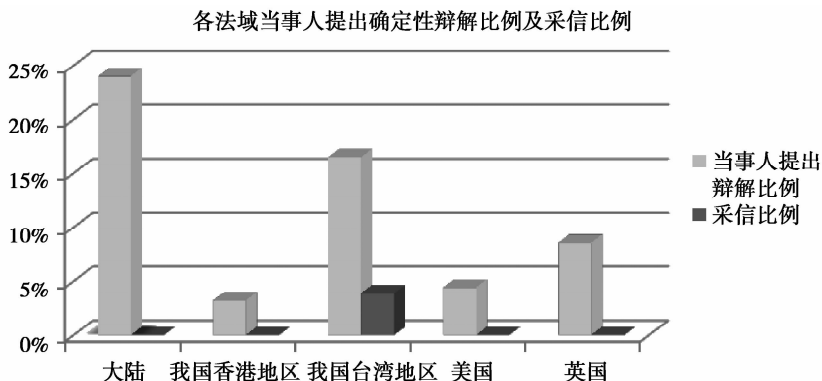
[5] 吴弘:《两岸证券市场规制内幕交易的法制实践比较》,载顾功耘、沈贵明:《商法专题研究》,北京大学出版社 2009 年 2 月版,第 181 页。

[6] 井涛:《内幕交易规制论》,北京大学出版社 2007 年 9 月版,第 9 页。

[7] 贺绍奇:《“内幕交易”的法律透视》,人民法院出版社 2000 年 6 月版,第 34 页。

[8] 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年 12 月版,第 180 页;陈甦:《证券法专题研究》,高等教育出版社 2006 年 7 月版,第 240-242 页;冯果:《内幕交易与私权救济》,载《法学研究》2000 年第 2 期。

## 二 域外做法的分析



### (一) 欧盟

欧盟规制内幕交易的法律主要是 1989 年《反内幕交易指令》<sup>[9]</sup> 和 2003 年《反市场滥用指令》<sup>[10]</sup>, 以及《反市场滥用指令》的四个实施细则, 其中与内幕信息密切相关的是《定义指令》<sup>[11]</sup> 和《预防措施指令》<sup>[12]</sup>。《反市场滥用指令》第 1 条规定: “内幕信息是指任何准确的, 尚未公开的, 直接或间接地与一家或几家金融工具的发行人或者与一项或多项金融工具有关的信息。如果该信息被公开, 则可能对金融工具的价格或相关的金融衍生产品的价格产生重大影响。”可见, 欧盟对内幕信息存在“准确性”的要求。这其实是吸收了法国对内幕交易进行规制的司法实践经验, 即要求内幕信息必须“准确 (precise)、特定 (special) 和确定 (certain)”<sup>[13]</sup>。法国法院对内幕信息此等限制, 意在将纯粹的谣言 (rumors)、专家意见 (opinion)、投机 (speculation) 排除在外。<sup>[14]</sup>

欧盟委员会指出, 准确性的要求并不像字面意思那样要求的那么精准。如果信息显示了一系列存在或可合理预期会发生的情况, 或者显示了已经发生或可合理预期会发生的事件, 并且该信息足够特定, 以至于能够由之得出该系列情况或该事件对于金融工具或金融工具衍生产品的价格可能产生的影响的结论, 则该信息就符合了准确性的要求。<sup>[15]</sup> 值得注意的是, 特定仅仅是指对一个事实的性质有相当准确的把握, 并不要求对该信息所涉的所有方面均要有所了解。如对于一个分红的事实而言, 仅需要确定分红是必定执行的或可以合理地认为是执行的即可, 不需要对分红的时间、数额等细节做全面的了解。通过准确性, 欧盟就将笼统、含糊、不确定、社会谣传等类型的信息排除出内幕信息之外。值得特别注意的

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

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

[11] Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation.

[12] Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions.

[13] Judgment of May 26 1977, Court d'appel, Paris, 1978 JCP II NO. 18789 (1<sup>st</sup> case).

[14] Judgment of Apr 18 1979, Trib. gr. inst., Fr., 1980 JCP II NO. 18789 (1<sup>st</sup> case).

[15] Article 1 of Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003.

是,根据 Jesper Lau Hansen 教授特别指出,具备欧盟要求的准确性的信息仍然可能不确定。<sup>[16]</sup>

欧洲证券管理者委员会(CESR)在 2002 年提交欧盟委员会关于拟议中的《反市场滥用指令》实施细则的建议<sup>[17]</sup>中第 19 段提出,判断某信息是否具备“准确性”,应当考虑两个因素:(1)信息所指的事件或事项是真实的,或依据合理推断在将来会成为事实;(2)信息必须足够具体,以至于能够得出该信息将影响证券价格的结论。<sup>[18]</sup> 在第 18 段中,欧洲证券管理者委员会承认,准确性和可能对金融工具价格的重大影响性彼此之间是紧密相连的,每个要件的特点对评估另一个要件发挥着重要作用。不过其认为,分开对它们进行单独确认是可能的。

欧盟证券管理者委员会在 2007 年 7 月又颁布了《关于共同实施反市场滥用指令的指引和信息》(CESR/06 - 562b)。其重申:内幕信息的准确性和价格影响性是紧密联系在一起,重要的是,不能将两项标准孤立地进行考量。尽管如此,它坚持认为,把两个标准应当考量的因素分别进行确认是可能的。在判断一些情况是否存在以及一个事件是否发生时,重要的是是否有扎实而客观的证据来证明,这可以将其与谣言和猜测相区别,也就是说,是否可以证明它们的存在或发生。<sup>[19]</sup>

在 2007 年 Christopher Parry 一案中,英国金融服务管理局(FSA)认为,Parry 先生在巴克莱银行发行新一期浮动利率债券之前通过 K2 公司卖出持有的该债券构成内幕交易。巴克莱银行指示巴克莱资本公司了解重要客户对新发行的兴趣,后者将有关消息告知了 Parry 的同事 Morton, Parry 从 Morton 处获悉巴克莱银行即将发行浮动利率债券的内幕消息。Parry 辩称:他并没有从 Morton 处获悉所有必要的信息,他从 Morton 处获悉的信息中缺了一些关键的要素。而且,他不知道从 Morton 处获悉信息的可靠性。Morton 传递给他的信息既不是清楚的,也不是准确的或充分可靠的。因此,其得到的信息不符合内幕消息的构成标准。FSA 认为:巴克莱资本是新债发行信息的可靠来源。Parry 获悉了有关工作指令,了解了新债券发行的主体、规模、债券种类、币种、折扣率、期限以及开始发行时间。由于广泛的因素诸如市场状况的变化,新债发行的过程中信息绝对确定是很罕见的。在本案中,发行新债的授权与信息在本质上的准确性已经提供给 Parry 关于新债即将发行的合理预期。该信息足以影响理性投资者做出买卖的决定。因此,Parry 获悉的消息属于内幕消息。

## (二)美国

美国是禁止内幕交易的鼻祖。美国早期规制内幕交易的法律表现为一般性的禁止证券欺诈。随着实践的发展,逐渐出现了专门针对内幕交易的立法和判例。

美国禁止内幕交易的成文立法,比较重要的是 1934 年《证券交易法》第 10 节 b 款、美国

[16] Jesper Lau Hansen 教授系哥本哈根大学金融市场法学教授、欧洲证券及市场监管局咨询小组成员(ESMA Stakeholder Group)。其在 2011 年 11 月于北京举行的“中欧内幕交易监管执法国际研讨会”上的发言中特别指出:“The information may be uncertain.”

[17] CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive.

[18] 原文为:“In deciding whether a piece of information is precise, the following factors are to be taken into consideration: A. The underlying matter or event to which the information refers is true or could reasonably be expected to become true in the future; B. The information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices.”

[19] The Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive, Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, para1.3 ~ 1.5.

国会 1984 年制定的《内幕交易制裁法》以及 1988 年制定的《内幕交易与证券欺诈执行法》。此外,美国国会通过 1934 年《证券交易法》授权美国证券交易委员会制定规则的权力。在禁止内幕交易方面,比较重要的有美国证券交易委员会依据《证券交易法》第 10 节 b 款制定的 10b-5 规则和第 14 节 e 款制定的 14e-3 规则。美国是判例法国家,美国关于内幕交易的成文立法并不全面和详尽。在美国,规制内幕交易的很多理论和实践都是通过法院的判例逐渐发展形成的。在规制内幕交易方面,判例起到了至关重要的作用。这与美国的法律传统有关。美国法素来喜欢弹性,以适应市场变化和适当适时调整公平与效率的关系,美国依靠发达的判例法不断累积和发展规制内幕交易的法律规则。

美国成文法没有对内幕信息进行明确定义。在美国,内幕信息的定义是从判例法中发展起来的。学者们根据判例做出归纳,认为内幕消息是指任何可能对某一上市公司的证券价格产生实质性影响的、尚未公开的信息,包括非公开性和实质性这两个核心要素。实质性一般系指一个理性的投资者有可能认为某信息对做出投资决定是有显著的影响的。

美国法院对内幕信息确定性的要求,实质上是将其作为实质性的一个组成因素,也就是说,如果该信息能够对证券的价格产生实质性的影响,那么该信息首先必须是具备确定性的信息。<sup>[20]</sup> 换句话说,美国没有将确定性单独作为内幕信息的一项构成要素,而是将其放在实质性要素当中一并进行考量。美国联邦第九巡回法院于 2008 年之 SEC v. Talbo 一案<sup>[21]</sup> 中,采取消息重大性应以行为人所知悉事实性明确讯息为其判断范围,如果行为人所实际知悉之讯息因其内容不明确,尚无法影响正当投资人之投资决策,该等消息即未具备重大性。

关于一项信息是否是实质性的信息,在美国法上主要根据“几率/影响程度”标准做判断。该项标准首先由 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.<sup>[22]</sup> 案中的第二审法院——联邦第二巡回法院提出。该法院认为:“某一事实在一特定时间是否具有 Rule 10b-5 所称之重大性,应该取决于该事实发生的可能性,及该事实如果发生的话,对于整个公司活动的影响程度,两者加以权衡后的结果。”<sup>[23]</sup> 后来在 Basic v. Levinson<sup>[24]</sup> 案中,最高法院重申如果某一事件本身性质上属于“可能会或可能不会发生的”或“推测性的”的情形,应采 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案的“几率/影响程度”标准,重大性应是“依一特定时间衡量事件发生的可能性及该事件在整个公司活动中所占的影响程度,加以断定”。<sup>[25]</sup> 由于该案涉及的是一项初步的公司合并磋商声明的重大性问题,美国最高法院为阐明前述“可能性与影响程度”标准的适用时还特别指出:一般而言,评估一项事件是否将发生的可能性,应该以公司最高层管理

[20] Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantage Under Federal Securities Law*, *Harvard Law Review*, vol. 93, 1979, pp. 322 - 329.

[21] 530 F.3d 1085 9th Cir. 2008.

[22] 该案简要事实为:Texas Gulf Sulphur 公司(以下简称 TGS 公司)在一个测试井中发现有非常丰富的矿藏,而该公司的经理等内部人在此信息未公开前,即在证券市场大量买入该公司的股票。本案的一审地区法院认为,因为一个矿区的商业价值并不能仅凭一个测试井就能作出准确的估计,必须经过更大范围的钻探之后,才能进一步地了解该矿区的蕴藏量及成分,故认为本案中,在界定事实是否具有“重大性”的时点上应该要往后延。401 F.2d 833,849 (2d Cir.1968) Cert. Denied, 394 U.S.976(1969).

[23] 判决原文为:“In each case, then, whether facts are material within Rule 10b-5...will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in the light of the totality of the company activity.”

[24] 该案案情简要介绍请参上一章关于重大性的介绍。485 U.S.224, 108 S.Ct.978, 99 L.Ed.2d 194 (1988).

[25] 原文如下“……materiality’ will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity.”

人员对于系争交易的兴趣如何而定。此外,也可从该公司董事会的决议、公司决策人员对投资银行人员的指示,以及两家公司实际磋商的内容加以认定。Basic v. Levinson 一案成为美国内幕交易的里程碑式的案例。此后美国法院对于信息实质性的判断标准,一般都援引适用美国最高法院在 Basic 一案中的标准:“如果一个理智的投资者,在他做出投资决定时,可能认为这个被忽略的事实是重要的,那么它就是重要的。换句话说,这个被忽略的事实被公开后,极有可能被理智的投资者看作是改变了自己所掌握的信息的性质,那么这个信息就是重要的。”<sup>[26]</sup>因此,在美国,对内幕信息的判断的“可能性”要和“影响程度”结合判断。如果该事件发生的可能性大,对证券市场股价的影响比较大,则该信息比较容易被确定为内幕信息。由此可见,美国对“实质性”进行认定时,不仅关注信息对相关证券价格的影响,同时也关注事项发生的可能性。这反映了美国对“实质性”的认定实际上包含了对“确定性”的认定。

美国在判断一项信息是否为实质性内幕信息时,通常会考虑信息的来源、信息的确定性、获悉信息者对信息的态度以及证券市场的反应等因素。<sup>[27]</sup>在 SEC v. Maio 一案中,两被告获悉的信息只是发出收购要约人与目标公司之间举行了一次会议,美国第七巡回上诉法院判定两被告在此后买入目标公司证券的行为构成内幕交易。理由是:(1)该会议是收购要约过程中的重要步骤,比以前的历次谈判都更重要;(2)潜在的收购对目标公司整体经营具有重大影响;(3)两被告获悉信息后马上买入股票本身也说明该次会议具有重要意义。<sup>[28]</sup>

### (三)我国台湾地区

我国台湾地区关于内幕交易的法律规定主要集中在 2010 年修订的“证券交易法”当中,包括第 157 条之一和第 171 条。此外还有“证券交易法实施细则”和“证券交易法第 157 条之一第 5 项及第 6 项重大消息范围及其公开方式管理办法”。

其中第 157 条之一规定:“下列各款之人,实际知悉发行股票公司有重大影响其股票价格之消息时,在该消息明确后,未公开前或公开后十八小时内,不得对该公司之上市或在证券商营业处所买卖之股票或其它具有股权性质之有价证券,自行或以他人名义买入或卖出……第一项所称有重大影响其股票价格之消息,指涉及公司之财务、业务或该证券之市场供求、公开收购,其具体内容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要影响之消息;其范围及公开方式等相关事项之办法,由主管机关定之……”需要指出的是,台湾上述条文当中的“在该消息明确后”系 2010 年 6 月修改“证券交易法”时新增加上去的,此前的“证券交易法”都未涉及要求内幕信息“明确”的问题。尽管如此,当时的一些案例中还是涉及到了内幕信息的“明确性”问题。

台湾地区在 2010 年修订“证券交易法”时对内线消息增加了“明确”要件,规定内幕人在“该消息明确后,未公开前或公开后十八小时内”不得交易,同时规定“重大影响其股票价格之消息”是指“其具体内容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要影响之消息”。

此修订是为解决此前实务上存在的争议,因为修订前的版本规定内幕人在“获悉发行

[26] Basic v. Levinson. 485 U. S. 224 (1988).

[27] 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年 12 月版,第 182-184 页。

[28] 51 F3d 623-637(7th Cir. 1995).

股票公司有重大影响其股票价格之消息时,在该消息未公开或公开后 12 小时内”不得交易,同时规定“重大影响其股票价格之消息”的“范围及公开方式等相关事项之办法,由主管机关定之”。随后台“行政院金融监督管理委员会”订立“重大消息范围及其公开方式管理办法”,为判断消息自何时起方具有“重大性”,其在第五条中规定了“消息成立时点”,“为事实发生日、协议日、签约日、付款日、委托日、成交日、过户日、审计委员会或董事会决议日或其他足资确定之日,以日期在前者为准”。但上述涉及重大消息成立时点的规定,系立法授权制定的行政命令,而法院依据法律独立审判,并不全受该行政命令拘束,而“证券交易法”条文中并没有重大消息“成立”的明示,因而在审判中引发了重大消息“成立时点”是否为判断内线交易成立的前提或构成要件的争论。然而查阅我国台湾地区历年来的司法实务判决,几乎一面倒地认为内线交易案件应就重大消息认定成立时点。<sup>[29]</sup> 如就有法院认为内线交易应“以重大消息成立为构成要件,在未正式成立前,纵有公司负责人因职务关系,并因掌控公司董监事,能事先预测重大消息,同时利用重大消息成立前,买卖股票获利”,也不构成犯罪。<sup>[30]</sup> 实际上,在我国台湾地区证券实务中,查证内线交易案件大多先有重大消息的公开,才能判断证券交易法第 157 条之一所规范之人是否在消息未公开或公开后 12 小时内有买进或卖出系争有价证券的情形。如确有重大消息的存在,才进一步判断重大消息的“成立”及“公开”时点,并以该消息“成立”至“公开后 12 小时”期间上述受规范行为主体的交易行为,作为内线交易案件的“分析期间”。<sup>[31]</sup> 但是也有个别见解认为重大消息“成立时点”并非证券交易法第 157 条之一所定之构成要件,且“消息”与“事实”不同,并无所谓成立或确定的问题。<sup>[32]</sup>

为解决上述争议,2010 年修法时加入了“消息明确后,未公开前或公开后十八小时内”不得交易的规范。根据台“行政院金管会”的说明,加入明确性要件的目的在于“为使重大消息之定义更完备,与欧盟市场滥用指令之规范一致”,同时将已在司法实务中普遍采用的“美国法院‘发生的机率及影响程度’作为重大消息判断标准”。<sup>[33]</sup> 其中“明确”二字乃参考欧盟之《反市场滥用指令》而修正加入,《反市场滥用指令》第 1 条规定所谓内线交易系指直接或间接与一个或数个金融商品之发行人或一个或数个金融商品有关之未公开消息,其具有明确性,且其若公开,将对金融商品或其相关之衍生性金融商品之价格产生重大影响。又所谓“明确”,修正理由中以欧盟为例提出 3 个判断标准,分别是:(1)有可靠且客观存在之事证明该信息并非谣传;(2)如该信息涉及一段过程,过程中有不同阶段,则每一阶段或整个过程皆被视为具有性质明确的信息;(3)资讯不需要包括所有相关信息才能被视为明确。亦即如果该消息具有“足够之具体性”足以令人就该整个事件或单一事件对金融商品或相关之衍生性金融商品的价格可能产生之影响作出结论时,即为明确之消息,单纯之谣

[29] 张益辅、林振东、江璧岑:《内线交易案件有关重大消息成立时点之探讨(上)》,载《证交资料》561 期,第 10 页。

[30] 参见台湾地区“高等法院”2002 年度上诉字第 1399 号刑事判决。另参见台北地院 2000 年度诉字第 1508 号刑事判决。

[31] 张益辅、林振东、江璧岑:《内线交易案件有关重大消息成立时点之探讨(上)》,第 63 页。因原文写于“证券交易法”修订前,旧法关于沉淀期的规定为 12 小时,新法已改为 18 小时。

[32] 台湾地区“高等法院”92 年度上重诉字第 66 号刑事判决。

[33] 台湾地区“行政院金融监督管理委员会证券期货局”所做的《内线交易法规最新修正内容之重点与说明》,http://libsvr.sfi.org.tw/download/knowledge/99%E5%BA%A7%E8%AB%87%E6%9C%83/0827/%E6%9E%97%E6%BA%AB%E7%90%B4%E5%89%AF%E7%B5%84%E9%95%B7%E8%AC%9B%E7%BE%A9.pdf,2011 年 8 月 14 日。

言必须排除,而过早之信息亦不应列入。台“最高法院”100 年度台上字第 1449 号判决意旨略谓:所谓“获悉发行股票公司有重大影响股票价格之消息”,系指获悉在某特定时间内必成为事实之重大影响股票价格之消息而言,并不限于获悉时该消息已确定成立或为确定事实为必要。易言之,认定行为人是否获悉发行公司内部消息,应就相关事实之整体及结果以作观察,不应仅机械性地固执于某特定、且具体确定之事实发生时点而已。

加入明确性要件,表明新法采取了否定“重大消息应有成立时点”的立场。评价信息是否具有明确性时,一方面须考虑一项关于特定性之重要因素,是否有一稳固与客观之证据使其可与市场谣言或推测不相同,另一方面应考虑是否合理投资人得有信心地决定,该消息一旦公开后,将如何影响相关金融工具之价格,以及是否该涉案消息可能在市场上很快地被利用,即一旦知道该消息,市场参与者将基于该消息而进行交易。<sup>[34]</sup>

#### (四)我国香港地区

我国香港地区深受英国法律影响,具有判例法的特点。其规制内幕交易的法律基本上是以英国法为蓝本,再结合本身情况制定的。香港现行法中规制内幕交易的直接相关法律有《证券与期货条例》及其附属法例,在 2003 年 4 月 1 日生效。2012 年香港对《证券与期货条例》进行了修订,于 2012 年 5 月 4 日生效。另外香港证监会也于 2012 年 6 月发布了《内幕信息披露指引》。

《证券与期货条例》第 245 条中对“有关信息”(即内幕信息)做了规定:有关消息(relevant information)就某法团而言,指关于——(a)该法团的;(b)该法团的股东或高级人员的;或(c)该法团的上市证券的或该等证券的衍生工具的,而并非普遍为惯常(或相当可能会)进行该法团上市证券交易的人所知的具体消息或资料,但该等消息或资料如普遍为他们所知,则相当可能会对该等证券的价格造成重大影响。可见确定性也是香港立法上对内幕信息的要求。但这一特性在实践中极易造成争议,根据内幕交易仲裁处采纳的既成案例标准,“具体的”信息应该是具指向性的、可辨别的、不含糊的表述。<sup>[35]</sup>

《内幕信息披露指引》对什么是具体的信息提出了一些指引,它们基本上是从香港法院的司法判决中总结出来的规则。

第一,该等消息或资料可予以识别、界定及以毫不含糊的方式表达。关于公司事务的消息或资料如已包含某项交易、事件或事宜的细节,或建议交易、事件或事宜的细节,将该交易、事件或事宜识别出来,并以条理清楚的方式描述及使人了解其性质,即属充分具体。<sup>[36]</sup>

第二,该等消息或资料未必精确。该交易、事件或事宜无需包含所有精准确切的细节或详情。即使该等消息或资料的本质并不明确,及可能非常广泛,尚有空间(甚至大量空间)补充进一步细节,仍可被视作具体。<sup>[37]</sup> 例如,某公司正面对财政危机,或某公司正考虑在短期内配售股份,即使详情并未知悉,仍会被视为具体消息。然而,具体消息或资料有别于纯属谣传、不明确的希望及忧虑,以及无凭据的臆测。<sup>[38]</sup>

[34] 武永生:《新修订证交法防范内线交易及投资人权益保护》,载 <http://libsvr.sfi.org.tw/download/knowledge/99%E5%BA%A7%E8%AB%87%E6%9C%83/0827/%E6%AD%A6%E6%B0%B8%E7%94%9F%E9%99%A2%E9%95%B7%E8%AC%9B%E7%BE%A9.pdf>, 2011 年 8 月 17 日。

[35] 田冰川、曹硕主编:《香港上市公司监管案例评析及合规指南》,法律出版社 2007 年 11 月版,第 595 - 601 页。

[36] 内幕交易仲裁处有关益通国际集团有限公司的研讯报告书(2004 年 4 月 2 日及 2004 年 7 月 8 日),第 58 - 59 页。

[37] 内幕交易仲裁处有关大众国际投资有限公司的研讯报告书(1995 年 8 月 5 日),第 235 - 236 页。

[38] 内幕交易仲裁处有关汇汉控股有限公司的研讯报告书(2006 年 9 月 8 日及 2006 年 12 月 14 日),第 20 - 21 页。



第三,考虑进行的交易或处于初步阶段的商议的消息或资料可属具体消息或资料,但不明确的希望及一厢情愿的想法则不属于具体消息或资料。即使某宗交易仅在考虑或商议当中,及仍未达成任何正式或非正式的最终协议,并不一定代表有关考虑采取的行动或商议的消息或资料是不具体的。然而,不明确希望或一厢情愿地猜想某宗交易将会发生或达成结果,则不算是充分考虑或就交易进行初步商议。

某项建议不论被描述为仍在考虑当中或仍处于初步商议阶段,都应具备较多实质内容,而非仅处于不明确的交换意见或“渔翁撒网式的打探”阶段,否则不能构成具体消息或资料。如已展开商议或接触,该等商议应大体上反映商业实况,及已超出纯属试探性质,并达到较为确定的阶段,各参与方均有意怀着切实可行的想法,为达成可识别的目标进行商议。<sup>[39]</sup>

审裁处认为,具体的消息必须与纯粹的谣言、不明确的希望和担忧以及未经证实的猜想作区分。“具体的消息”不以该消息的确切性为前提。认定一消息是否为具体的消息,法庭必须客观地考虑,法庭可以评估该消息是否会令该证券的价格发生不是无关紧要的变动,从而协助认定该消息是否是具体的消息。该消息影响证券价格的可能性越高,其为具体的消息的可能性就越大。因此,在特定案件中,有证据表明该消息公之于众后,证券价格受到了影响,那么该消息很可能被认定为属于具体的消息。

### (五)其他法域

澳大利亚 2001 年《公司法》是一部大公司法,涵盖了公司、证券、破产等方面的内容。该《公司法》的第 7 章和第 9 章规定了证券内幕交易的基本制度。根据该《公司法》第 1042A 条,“内幕信息”指的是不为公众所知悉而且一旦为公众知悉,一个合理的人将期待它对金融产品的价格或价值发生重大影响的信息。可见,澳大利亚只要求内幕信息需具备实质的价格敏感性和非公开性即可,不必具备“确定性”。澳大利亚公司与市场咨询委员会在 2003 年关于内幕交易的报告中,明确反对将“确定性”作为内幕信息的一个构成要件。报告中指出,许多提案反对将“确定性”作为内幕信息的构成要件之一。理由是:要求内幕信息必须具备“确定性”将使得内幕交易的证明变得更加困难。特别是在许多案件中,对内幕交易进行指控的一方可能无法证明内幕信息的“确定性”,因为在一定程度上,他们必须依赖于被告是如何获得内幕信息的证据,然后从被告随后的行为进行推测。<sup>[40]</sup> 因此,该委员会得出结论:将“确定性”作为内幕信息的构成要件之一会“不适当地缩小立法的应用,并在是否构成内幕信息上造成人为的区别”。<sup>[41]</sup>

加拿大也主要是从非公开性和重大性来界定内幕信息,没有关于确定性的规定。其《商业公司法》第 131 条将内幕信息界定为:如果公开将合理预期会对证券价格产生实质性影响的保密信息。在加拿大,规制内幕交易的主要是各省的《证券法》,而其中安大略省的

[39] 内幕交易审裁处有关益通国际集团有限公司的研讯报告书(2004 年 4 月 2 日及 2004 年 7 月 8 日),第 60-61 页。

[40] 原文为:“The additional requirement would make the proof of a contravention to a criminal standard more difficult. In some instances, it is not possible to identify the precise information that a defendant possesses. Rather, the prosecution may need to rely on evidence of the defendant's access to information and inferences from that person's conduct” (para. 3.7.2). See Australian Government, Corporation and Market Advisory Committee. Insider Trading Report, 2003, 11.

[41] 原文为:To introduce this requirement could unduly narrow the application of the legislation and create artificial distinctions between what does and what does not constitute inside information.

Australian Government Corporation and Market advisory committee, Insider Trading Report, 2003, 11. Para. 3.7.3.

《证券法》最有典型意义。加拿大各省证券法中都不使用内幕信息的概念,而是采用重大事实、重大变化等概念。安大略省的《证券法》第 1 条定义中对重大事实和重大变化界定可简要概括为:可合理预期对发行人的证券的价格或价值产生显著影响的,或被一个理性投资者视为对其作出买卖该发行人证券的决定存在重要影响的有关该发行人商业、经营、事务、股权结构上的重要事实或重大变化。

在日本,内幕信息被称作重要事实。日本在 2006 年的《金融商品交易法》第 166 条第 2 款中对重要事实进行了详细列举。从该条款规定来看,重要事实系指与上市公司等的运营、业务或财产有关的,并对投资者的投资判断造成显著影响的事实。日本还根据各项事实重要性的不同而对其分别设置了不同的影响程度的要求,明显昭示其对重大性的判断深受美国对实质性判断做法的影响。日本在对内幕信息认定时,要求内幕信息具备相关性、重大性和非公开性,并无单独考量其确定性的要求。

### 三 我国内幕信息确定性考量的对策建议

#### (一)内幕信息确定性考量模式的归纳与比较

综上所述,关于确定性是否独立地作为内幕信息的一个构成要素,域外做法可以分成两大类:一是以美国、日本、加拿大、澳大利亚为代表的法域,内幕信息的构成要素有两个,即非公开性和重大性。它们不将、甚至明确反对将确定性作为内幕信息的一项独立的构成要素,而是将确定性所要考量的问题并入到重大性当中一并考量。以下称这种模式为“并入考量模式”。二是以欧盟、我国香港、台湾地区为代表的法域,除了非公开性和重大性之外,它们还将确定性作为内幕信息的一个独立的构成要素,并加以单独考量。以下称这种模式为“单独考量模式”。

#### 1. 形成原因分析

美国被誉为禁止内幕交易做得最为出色的国家,这不仅因为其法律规则先进,也因为其有一套运行良好的司法体制其他法域内幕交易的立法和和司法都深受美国的影响。美国对内幕信息的确定性采取“并入考量模式”,并不是一种立法上的选择,而是其判例法逐渐发展、自然形成的结果。

美国禁止内幕交易的法律依据最早始于 1934 年《证券交易法》第 10b 条款,该条款提到“做出对重大事项的不实声明或遗漏重大事项的”,藉此首先提出了重大性的概念,但在法律条文中未对重大性进行解释。后来随着判例法的发展,对重大性的界定规则逐渐完善起来。SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案是具有重大影响的判例。联邦第二巡回法院在该案中对重大性的判定提出了“可能性与影响程度权衡”的界定标准。法院认为:“某一事实在一特定时间是否具有 Rule10b-5 所称之重大性,应该取决于该事实发生的可能性,及该事实如果发生的话,对于整个公司活动的影响程度,两者加以权衡后的结果。”<sup>[42]</sup>

另一里程碑式的案例是 TSC Industries Inc. v. Northway Inc. 一案,<sup>[43]</sup>美国联邦最高法院在判决中,对于什么是具有“重大性”的事实提供了一个认定标准:“一个被遗漏的事实将构

[42] 401 F.2d 833, 849(2d Cir. 1968) Cert. Denied, 394 U.S. 976(1969).

[43] 426 U.S. 438, 449(1976).

成重大性,如果一个股东在决定如何投票时,非常有可能认为其是重要的。这种‘非常可能’并不需要有证据证明如果该项被遗漏事实被披露的话,会确实导致理性的股东改变其投票。本标准所要表明的是,考虑所有因素,该项被遗漏的事实非常可能会对一个理性的股东在作出决定时产生实际的显著的影响。必须存在这么一种实在的可能性:在一个理性的股东看来,该项被遗漏的事实的披露,将会对所有可得信息的组合产生显著的改变。”<sup>[44]</sup>后来在 Basic v. Levinson 一案<sup>[45]</sup>中,美国联邦最高法院进一步提出了判断重大性的标准:如果某一事实对公司的影响是确定而清楚的,则 TSC 案界定的重大性标准可以直接适用。对于事件本身性质上属于“或许会或许不会发生的”或“推测性的”的情形,最高法院引述 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案的“几率/影响程度”标准,认为重大性应是“依一特定时间衡量事件发生的可能性及该事件在整个公司活动中所占的影响程度来加以断定”。<sup>[46]</sup>由此可见,美国是从信息对理性投资者的投资决定是否会产生实质性影响角度来界定重大性的,而信息是否真实、准确、具体、完整、确切、明确、确定等等都是投资者在作出投资决定时要考虑的因素,所以,信息的上述情况都可以而且应当并入重大性中进行综合分析。

日本、加拿大、澳大利亚等国受美国做法影响,也采取将确定性要考虑的因素并入重大性中一并进行综合分析。

欧盟成员国大部分属于大陆法传统的国家,其采取“单独考量模式”的做法系一种立法的选择。如前所述,欧盟的做法是吸收了法国的司法经验,要求内幕信息必须“准确、特定和确定”。法国法院对内幕信息此等限制,意在将纯粹的谣言、专家意见、投机排除在外。欧洲证券管理者委员会(CESR)指出,判断某信息是否具备“明确性”,应当考虑两个因素:(1)信息所指的事件或事项是真实的,或依据合理推断在将来会成为事实;(2)信息必须足够具体,以致于能够得出该信息将影响证券价格的结论。<sup>[47]</sup>由此可以推断出,欧盟之所以要求内幕信息具备准确性,是要达到两个目的:第一,内幕信息必须具备真实性,即必须包含客观存在的信息元素,从而使内幕信息与谣言、传闻、主观推断和臆测等相区别;第二,内幕信息的内容必须达到足够程度的具体明确性,从而能够据其得出其将影响证券价格的结论。英国1993年《刑事审判法》第56条将“内幕信息”界定为(a)与某证券、某证券的发行人或一些证券的发行人有关的,并与其他证券或其他的证券发行人无关;(b)具体且准确;(c)没有被公开;(d)以及如果被公开,可能会对证券的价格造成重大影响的信息。其中要求内幕信息具备“具体”和“准确”的特性。当年英国议会在审议该问题时发生热烈讨论。英国财政部认为,之所以要加上“具体”和“准确”这两个词是为了将谣言排除在内幕信息之外。<sup>[48]</sup>欧盟从《反内幕交易指令》到《反市场滥用指令》一直是坚持单独考量模式的做法。

[44] 判决原文为“An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a shareholder would consider it important in deciding how to vote... It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable shareholder to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholders... There must be a substantial likelihood that the disclosure would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available.”

[45] 485 U. S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988).

[46] 原文为“... ‘materiality’ will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity.”

[47] CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, para. 19.

[48] 杨亮:《内幕交易论》,第179页。

## 2. 实施效果分析

殊途同归,并入考量模式和单独考量模式尽管认定内幕信息的路径和步骤不同,但其最终结果却基本是相同的,即一方面将子虚乌有的谣言、传闻、主观臆测排除在外,另一方面将缺乏必要的信息元素,以致于不能据之得出对证券价格或投资者决定可能产生影响的结论的信息排除在外。应当说,上述两种途径均可实现同样的上述两种功能和目的。从实践情况来看,两种不同模式分别在美国和欧盟都能正常运行,没有出现大的偏差或问题。

然而,两种不同模式运作的难度和成本是存在明显差别的。单独考量模式将确定性问题与重大性问题分别进行单独考量,即分成“两步走”,并且需要分别对确定性和重大性作出认定结论。确定性的认定是个异常复杂、棘手的问题,尽管欧盟、我国香港、台湾地区的政府或专业机构都试图对认定确定性提供具体明确的指引,但其结果却更让人一头雾水。例如,香港从法院的司法判决中总结出来一些规则,对什么是具体的信息提出了一些指引:(1)该等消息或资料可予以识别、界定及以毫不含糊的方式表达;(2)该等消息或资料未必精确;(3)考虑进行的交易或处于初步阶段的商议的消息或资料可属具体消息或资料,但不明确的希望及一厢情愿的想法则不属具体消息或资料。看到这些指引,有谁能够明了香港判断具体性究竟是怎样的标准?2011年11月在北京举行的大陆香港内幕交易座谈会上,香港证监会高级总监郑启森先生在讲解何为“具体消息”时,其最后总结的一句话可以说是一语破的:判断消息是否具体最主要的标准是价格敏感性。<sup>[49]</sup>

我国台湾地区的情况与香港地区极其类似。台湾地区“行政院金管会”对“证券交易法”第一百五十七条之一新加上“明确后”这样的表述作出如下说明:所谓“明确”,效法欧盟,提出3个判断标准,分别是:(1)有可靠且客观存在之事证证明该信息并非谣传;(2)如该信息涉及一段过程,过程中有不同阶段,则每一阶段或整个过程皆被视为具有性质明确的信息;(3)资讯不需要包括所有相关信息才能被视为明确。亦即如果该消息具有“足够之具体性”足以令人就该整个事件或单一事件对金融商品或相关之衍生性金融商品的价格可能产生之影响作出结论时,即为明确之消息。

由我国香港、台湾地区的上述做法可以看出,认定确定性异常之难,虽然尽了很大努力,仍然无法说清释明,最后只好借助于价格敏感性,即重大性来作出判断。单独考量模式的发明者欧盟也不例外。如前所述,欧洲证券管理者委员会(CESR)提出,判断某信息是否具备“明确性”,应当考虑两个因素:(1)信息所指的事件或事项是真实的,或依据合理推断在将来会成为事实;(2)信息必须足够具体,以至于能够得出该信息将影响证券价格的结论。欧洲证券管理者委员会不得不承认,准确性和可能对金融工具价格的重大影响性彼此之间是紧密相连的,每个要件的特点对评估另一个要件发挥着重要作用。尽管欧洲证券管理者委员会坚持认为,对明确性和重大性进行单独认定是可能的,但是,它没有提出令人信服的理由来加以证明。

综上所述,单独考量模式把确定性这个难以单独认定的问题与重大性分离开来,作为一个独立的问题进行单独考量,将大大增加认定内幕信息的难度。而且,分开考量,逐一认定,也使得内幕交易的调查认定的成本显著提高,效率下降,此外还容易引发争议,给内幕交易的规制带来诸多不确定性。并入考量模式将确定性并入重大性进行考量,变两步走为一步

[49] 参见郑启森先生2011年11月在北京举行的大陆香港内幕交易座谈会上提交的PPT讲义。

到位。由于抓住了确定性考量的本质和根本目的,大大降低了考量的难度和成本,有助于提高效率,避免不必要的争议,对规制内幕交易工作无疑具有重要的积极促进作用。虽然对信息的确定性没有进行单独考量,但因为并入考量模式与单独考量模式一样,均要考量信息是否已经足够确定以致于对证券价格或投资者决定会产生显著影响,所以,丝毫不会影响界定内幕信息的准确性和适当性。换言之,单独考量模式与并入考量模式功能相同,但后者在成本和效益方面更具优势。

### 3. 法律逻辑分析

法律概念的定义一般都是通过“种差+属”方法作出的。其中“属”就是被定义项所隶属的类,“种差”就是被定义项所指称对象与同属内的其他种概念所指称对象的根本差别。如果被定义的法律概念所指称的对象,同时具有若干项种差所表明的性质,组合成一个整体后,才成为被定义法律概念所指称对象的根本特征,就可以采取“并且型”定义结构。这时,各个种差项之间应当彼此平行,缺一不可,并且不能在彼此之间再作概括。<sup>[50]</sup> 内幕信息的属概念是信息,重大性、相关性、非公开性等揭示内幕信息基本特征的描述就是种差,内幕信息的法律定义就是由这些种差加上属概念信息所构成。该定义系采取“并且型”的定义结构,上述种差之间应当互相平行,彼此之间不能再作概括。如果将确定性也列为内幕信息法律定义的一个种差,则该种差与重大性种差之间存在后者可以概括前者,两者之间不相平行的问题,不符合法律逻辑上的定义规则,因此,也就会造成内幕信息这一法律概念含混不清的问题。可取之策是除却确定性,保留重大性,上述问题迎刃而解。

#### (二)我国做法的对策建议

笔者认为,我国宜学习美国的做法,采取并入考量的模式,将内幕信息的确定性问题合并到重大性当中进行考量,而不将确定性作为内幕信息的独立构成要素。理由是:

第一,采取并入考量模式做法同样可以实现确定性所承载的使命。从采取单独考量模式的欧盟、我国港台地区的做法来看,确定性所要实现的目的无非两方面:一是将内幕信息与谣言、传闻、臆测、主观推断等区隔开来,二是要求内幕信息应当达到一定的具体明确程度,能够由之推断出可能对证券市场价格或投资者投资决定产生显著影响的结论。以确定性或其相近的概念的表述来实现第一项目的,从文义上看,词不达意,不够直接、明了,让人难以理解,甚至产生误解。直接从反面规定“谣言、传闻、臆测、主观推断不属于内幕信息”,会更加简洁明确,立竿见影,应当更为可取。关于第二项目的,如前所述,欧盟、我国港台地区费劲周折地进行解释说明,但无论其如何解释说明,只要离开对证券市场价格或投资者投资决定产生影响这个标准,对确定性的判断都是虚空和盲目的。所以,从本质上讲,确定性问题实质是重大性问题,可以而且应当并入到重大性当中一并考量。从法理上看,法律所要保护的是投资者获得可能影响其投资决定的信息的平等权利,所以,法律关注的重点是信息是否会对投资者的投资决定产生影响,而不是该信息是否具备某些内容。因此,对信息的界定应当采取与法律保护目的直接关联的实质性标准,而不是采取某种信息应当具备哪些内容的形式性标准。

第二,采取并入考量模式做法更加经济高效,避免争议。并入考量模式将确定性并入到重大性中一起考量,就把两个环节、两个问题合并成一个环节、一个问题。确定性是一个非

[50] 雍琦:《法律逻辑学》,法律出版社2008年1月版,第52-57页。

常复杂、微妙的问题,从欧盟和香港地区的实践来看,离开重大性的衡量标准,确定性很难单独说清道明,不仅耗时费力,而且还容易产生争议。其实确定性与重大性是一个问题,前者是后者的一部分,最终都是要从对证券价格或投资者投资决定的影响来衡量的。把两者合并一起考量,就避免了单独考量确定性的成本和劳烦,从而明显提高执法和司法的效率和效果。无论内幕交易的行政执法还是刑事司法,都是运用公共资源来维护证券市场的公平秩序,这里就有个效益原则,必须考量公共资源利用的节约和高效的问题。美国、加拿大、澳大利亚、日本等国都有这方面的成功经验,值得我国借鉴参考。

第三,采取并入考量模式更加符合法律定义的逻辑要求。如前所述,在进行法律定义时,揭示法律概念的根本特点的种差之间应当彼此平行,不能互相概括。如果将确定性与相关性、非公开性和重大性并列作为内幕信息的种差,则由于确定性可以被重大性进行概括,不符合法律定义的逻辑规则。如果将确定性概括到重大性之中,就避免了上述问题,使得对内幕信息的法律界定符合逻辑要求。

第四,采取并入考量模式有助于维护我国法律的稳定性。我国《证券法》对内幕信息的现行定义是证券交易活动中涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。定义中揭示了内幕信息的相关性、非公开性和重大性,但没有确定性。虽然实践中有些行政相对人或犯罪嫌疑人提出了确定性的抗辩,但基本都被证监会或人民法院以确定性并非内幕信息的法定要件为由予以驳回。笔者认为,这种做法对于保证打击和防控内幕交易的力度和效率是非常正确的,应当予以继续坚持。

---

[ Abstract ] Whereas it is not provided in Chinese laws, the certainty of insider information is one of the dispute focuses in theory and practice. This article compares the different practices of the different territories and maintains that the practice of the different territories can be divided into two categories: solo consideration model and incorporation consideration model. Through comparison of their practical effects and legal logics, this article discusses their different features and their merits and demerits. China should adopt incorporation consideration model, which not only could carry out the function of certainty, but also could make it more economical, efficient and reduce disputes.

---

(责任编辑:陈 洁)