

内幕交易行政处罚案例初步研究

彭 冰*

摘要:多年来,中国证监会对内幕交易的行政处罚一直是打击内幕交易的主要力量。从 1993 年至今,中国证监会一共处罚了 24 起内幕交易。对这些案例的初步分析表明:中国证监会在内幕信息的界定、内幕交易的主体范围、如何认定内部人知悉内幕信息、是否需要认定内部人利用了内幕信息、内幕交易非法所得的计算等方面,积极适用相关法律,补充和完善了法律规定的不足,丰富了我国禁止内幕交易法律制度。当然其中也存在一定的不足需要改进。

关键词:内幕交易 内幕信息 内部人 内幕交易的非法所得

多种迹象表明:中国证监会正把打击内幕交易作为稽查执法的一项重点工作。^① 2010 年 7 月 21 日,在中国证监会举办的稽查立功表彰大会上,中国证监会主席尚福林表示:打击内幕交易,形成综

* 法学博士、北京大学法学院教授。

① “中国证监会集中部署 坚决打击内幕交易”,中国证监会官方网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201009/t20100917_184828.htm, 2010 年 10 月 30 日访问。

合防控内幕交易体系是当前证券监管执法的一项重点工作。^② 2010 年上半年,中国证监会共受理案例线索 121 起,新增案件 117 起,其中涉及内幕交易的就有 59 起。^③ 2010 年 1 至 8 月,中国证监会的行政处罚委员会审结内幕交易案件 8 起,共对 14 名个人、2 个机构做出行政处罚;稽查部门移送公安机关涉嫌内幕交易犯罪案件 14 起。^④

实际上,中国证监会的行政处罚确实构成了对内幕交易最为有力的打击。相比民事责任缺位,刑事责任难产的状况,历年来,中国证监会的行政处罚是对内幕交易者最主要的打击手段。当然,在应对证券欺诈方面,行政责任的追究本身就具有其专业、高效的优势。^⑤ 我们相信,当中国证监会认识到打击内幕交易的重要性,将工作重点转移到这方面来时,一定也会对遏制内幕交易产生巨大的效果。

不过,虽然禁止内幕交易被视为建立强有力证券市场的一个关键因素,^⑥但禁止内幕交易的相关法律制度在全球主要国家得到确立仍不过是最近二三十年的事情。迄今为止,学术界对禁止内幕交易的理论基础尚存在重大争议。相应的,相关具体制度如何构建,例如,在内幕信息的界定、内部人的范围、内幕交易客观行为的认定等方面,各国也都各异其趣,依据各自执法者和司法机构的不同认识而有所不同。

本文收集了迄今为止中国证监会公布的所有涉及内幕交易的行政处罚决定案件,通过对这些案例和相关案件的研究,试图揭示中国证监会多年来在禁止内幕交易执法方面所做出的努力。这些努力一方面用

② “中国证监会举办 2008~2009 年度稽查立功表彰大会”,中国证监会官方网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201007/t20100721_182747.htm, 2010 年 10 月 30 日访问。

③ “中国证监会举办 2008~2009 年度稽查立功表彰大会”,中国证监会官方网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201007/t20100721_182747.htm, 2010 年 10 月 30 日访问。

④ “中国证监会集中部署 坚决打击内幕交易”,中国证监会官方网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201009/t20100917_184828.htm, 2010 年 10 月 30 日访问。

⑤ 参见彭冰:“建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操纵市场行为”,载《中外法学》2004 年第 5 期。

⑥ See Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 *UCLA Law Review* 781 (2001).

中国的实践丰富和发展了禁止内幕交易法律制度的内涵,另一方面也展现了立法和执法中可能存在的各种理论和实践问题。这本来应当是理论研究的丰富素材,却没有得到我国学界应有的关注。其中有证监会方面的原因:早期中国证监会的行政处罚决定书极为简单,只有定性的结论,缺乏分析和说理的内容,很难作为学者分析研究的对象。也有学者方面的原因:学者们过于关注理论,缺乏对实践,特别是对中国实践的充分关注,须知没有实践经验的滋养,理论之花将会枯萎。

不过自 2009 年以来,中国证监会的行政处罚决定书已经撰写得越来越详尽,不但对相关违法事实有较为详细的描述,对于当事人的辩解也给予了一定的回应,在处罚决定方面更增加了说理的内容。中国证监会这方面的努力已经为学界提供了研究的可能。本文试图弥补学界这方面的缺失,对中国证监会的努力做出学理性的回应。

中国证监会的行政执法在建构禁止内幕交易法律制度方面具有其他手段不可比拟的功能:行政处罚是目前在现实中对内幕交易者最重要的打击手段,同时,专业监管机构在行政处罚中对法律的解释和适用,在某种程度上也将得到司法机构的尊重。因此,中国证监会在对内幕交易的行政处罚案件中的法律适用是对禁止内幕交易法律制度的重大发展,理应得到理论界更多的重视。本文不过是对法学理论界早就应当进行的一项工作的弥补而已。

本文首先简要讨论了中国禁止内幕交易法律制度的渊源和中国证监会对内幕交易案件行政处罚的总体情况(第一部分),然后分别讨论了内幕信息(第二部分)、内幕交易的主体范围(第三部分)、内幕交易的客观行为要件(第四部分)、内幕交易的违法收益计算(第五部分),最后是一个简短的结论。

一、概述

相比其他国家,中国早在 1993 年就在《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》)中建立了禁止内幕交易的法律制度。1993 年年底至 1994 年年初,中国就已经出现了对内幕交易的处罚案

例,执法也相当积极。与此形成对照的是在禁止内幕交易立法方面最为先进的美国。美国1934年《证券交易法》中并没有禁止内幕交易的明确规定。1942年,美国SEC根据该法第10(b)条的一般性反欺诈条款,制定了更为详细的10b-5规则,但也没有提到内幕交易。至1961年,SEC适用该规则第一次查处了一起内幕交易案件,即Cady, Roberts & Co.案,此后美国第10(b)条和10b-5规则才成为禁止内幕交易的主要法律制度。考虑到1990年年底中国才正式建立证券交易所,而美国纽约股票交易所成立于1792年,中国禁止内幕交易的立法和执法进程都是惊人的。

(一) 禁止内幕交易的法律渊源

1998年《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)颁布之前,《股票条例》在1993年发布,其中对于内幕交易的禁止有明确规定(第72条)。不过该条的规定显然过于原则,因此,经国务院批准,同年9月2日,国务院证券委员会发布了《禁止证券欺诈行为暂行办法》(以下简称《欺诈办法》),其中第3条至第6条对内幕交易做出了更为明确具体的规定。

1998年12月,《证券法》终于颁布并于次年7月1日实施。《证券法》第67条至第70条规定了禁止内幕交易的相关制度,第183条规定了相应的行政法律责任。2005年10月,《证券法》修订,相应的关于内幕交易的条款虽然有所修改,不过并未发生重大变化,相应的条款标号修改为第73条至第76条和第202条。这里主要介绍新法的相关内容。^⑦

《证券法》第73条概括地规定了内幕交易禁止:“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”。第74条列举了内幕信息知情人的范围。第75条则通过概括和列举的方式界定了内幕信息:“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,为内幕信息”。第76条则重申内幕交易的禁止,并规定了收购豁免和民事责任:“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内

^⑦ 虽然没有明文废止,但实际上自2006年修订后的《证券法》实施之后,《股票条例》和《欺诈办法》都停止了适用。

幕信息公开前,不得买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券。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。内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”。

《证券法》第202条则是对内幕交易行政法律责任的规定:“证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前,买卖该证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券的,责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足三万元的,处以三万元以上六十万元以下的罚款。单位从事内幕交易的,还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的,从重处罚。”

与《股票条例》和《欺诈办法》相比,《证券法》在立法技术上并不更为完善,其中存在的问题,本文将在下面分析具体案例时一并讨论。

(二)中国证监会对内幕交易的行政处罚案例

自1993年中国证监会处罚宝安收购延中实业以来,据中国证监会公布的行政处罚决定书,^⑧中国证监会一共处罚了34起与禁止内幕交易相关的案例,^⑨其中直接被认定为内幕交易的案例有24起,另有5起短线交易案例,6起公司董事、高管买卖本公司股票未申报案例。^⑩限于篇幅,本文只研究这24起内幕交易案例(见表1)。

^⑧ 因为时间关系,有些行政处罚决定中国证监会虽然已经做出,但并未公布,例如,按照中国证监会的说法,今年1至8月,其共处罚了8起内幕交易案件,处罚14个人,2个机构,参见“中国证监会集中部署 坚决打击内幕交易”,中国证监会官方网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201009/t20100917_184828.htm,2010年10月30日访问。而本文作者从中国证监会官方网站上只收集到2010年6起内幕交易行政处罚案件,涉及12个人、1个机构。

^⑨ 为统计方便,本文按照中国证监会公布的“行政处罚决定书”作为计算案件数量的标准,即使多人被处罚的,只要公布在一个“行政处罚决定书”中,就被计算为一起案件。

^⑩ 其中2004年向小云一案既被认定内幕交易,也构成了未申报,因此被计算了两次。

表 1 中国证监会历年所有处罚的内幕交易案例

时间	名称	内幕消息	来源	内幕人身份
1994	襄樊上证	大量购买股份	听说	无关人等
1997	张家界	董事会送股决议	自身	上市公司
1998	王川	收购信息	职业	收购人高管
1999	戴礼辉	资产重组	职业	收购人高管
1999	俞梦文	增发 A 股	职业	控股股东中层干部
1999	中国轻骑集团	财务信息收购信息	职业 自身	大股东 收购人
1999	南方证券 北大车行	财务信息投资信息	共谋	承销商
2000	高法山	股权转让	职业	大股东的董事
2004	向小云	公司增发新股	公司通知	董事
2005	陈建良	大股东转让股权	公司通报	副总经理
2008	潘海深	公司亏损金额	公司通报	董事
2008	邓军、曲丽	公司收购期货公司	推测	被收购公司高管
2008	瞿湘	公司与他人合资	职务	控股股东办公室副主任
2009	金峰、余梅	公司被收购	职务	重组目标公司总裁助理
2009	赵建广	公司债务豁免	职务	董事总经理
2009	吕道斌	投资	职务	控股股东的副总经济师
	薛东兵	投资	职务	关联公司职员
	张瑜婷	投资	职务	控股公司秘书
	刘晓杨	投资	职务	关联公司高管
	段跃钢	投资	职务	关联公司职员
2009	汤明	合作投资	职务	监事
2009	李建兴	财务信息	职务	财务部门总经理助理
2010	辽河纺织 由春铃	重组信息	职务	董事会秘书
2010	况勇、张蜀渝、 徐琴	并购	职务	受收购方委托
2010	李际滨 黄文峰	公司股权投资 分红	职务	副总经理 职员
2010	余鑫麒	财务信息	职务	总经理
2010	耿佃杰	公司重组	职务	董事长
2010	马中文、赵金香、 马忠琴、党建军	债务重组	职务 泄漏	董事长及其亲属 副总经理

注：本表中所列时间为中国证监会处罚的时间，不是内幕交易行为发生的时间。

这 24 起内幕交易案中,共涉及 32 个人,6 个机构。从内幕人的身份来看,上市公司的高管和工作人员较多,共 15 人,其中 12 人为上市公司高管及其亲属,2 人为上市公司中层干部,1 人为职员;在上市公司控股股东或者关联公司中担任高管或者职员的有 8 人;为收购人或者被收购人高管或者职员的有 6 人;还有 3 人为接受上市公司委托获取内幕信息的人士及其亲属——相当于证券中介机构。

6 个机构中有两个为上市公司自身(张家界和北大车行),两个为大股东(中国轻骑集团和辽河纺织),还有一个为与上市公司无业务关系的券商(襄樊上证),一个为收购人(中国轻骑集团),^①一个为承销券商(南方证券)。涉及机构的内幕交易案例多数发生在 2000 年之前,只有一起发生在 2000 年之后(2010 年辽河纺织、由春玲案)。

从内幕信息的构成来看,涉及并购重组的信息最多,有 11 起,其次是涉及公司财务的信息,有 7 起,此外还有涉及公司对外投资的信息(3 起)、公司增发新股的信息(2 起)、公司大股东股权转让的信息(2 起)。^②

二、内幕信息

内幕交易的核心是内幕信息知情人在内幕信息公开前违法交易相关证券,因此内幕信息的存在是认定内幕交易存在的前提。如果所有信息都为公众所知,则不存在内幕交易。不过,虽然证券法以强制性信息披露为监管哲学,但信息从产生到披露有一个过程,而且实践中基于一些合法的理由,监管者也允许某些信息可以暂时不予以披露。这就为内幕交易的存在提供了土壤。

从中国证监会的执法实践来看,对内幕交易行为的认定,必须以对内幕信息的存在为前提。界定内幕信息的存在,则包括对信息种类、信息重要性和非公开性的认定。

^① 在中国轻骑集团案中,中国证监会认定中国轻骑集团有两次内幕交易,其在其中的身份并不相同,因此计算了两次。

^② 因为同样的原因,中国轻骑集团案在内幕信息上也计算了两次。

(一)内幕信息的种类

为了方便对内幕信息的认定,《证券法》第75条对内幕信息进行了概括和列举。不过,可能影响证券价格的信息千奇百怪,列举显然无法穷尽。目前中国证监会行政处罚实践中可能遇到的主要涉及三个方面的问题。

1.《证券法》第75条没有明确列举的信息种类能否被认定为内幕信息?

在李际滨和黄文峰内幕交易案中,涉及的信息主要是上市公司粤富华下属“重孙子公司”的分红问题——粤富华全资拥有功控集团,功控集团全资拥有珠海电力集团,后者参股广珠公司(18.18%),广珠公司又控股珠海发电厂(54.98%),本案涉及的利润分红即来自珠海发电厂。由于多层持股,上市公司粤富华间接持有珠海发电厂的股权也就10%左右。^⑬ 这样一个“重孙子公司”的利润分配事项,不在《证券法》第75条所列举的内幕信息种类之列,是否构成内幕信息?中国证监会认为,需要看其对上市公司的影响,即看其是否具有重要性。中国证监会在行政处罚决定书中从三个角度来论证上述信息的重要性:

(1)该利润分配对上市公司利润的影响。“本案中涉及的信息是上市公司对外股权投资的分红方案,根据内幕信息的‘重要性’原则,上市公司未公开的对外股权投资分红方案是否属于内幕信息,应根据该项股权投资在上市公司整体资产、营业收入、利润构成中所占的比重、投资者对该分红方案的预期以及该分红方案与上市公司股票价格变动的相关程度等因素综合判断。本案中,无论从以往年度客观记录看,还是从包括李际滨、黄文峰在内的粤富华高中级管理层、外界投资者主观认知上看,电厂分红在粤富华业绩构成中均占有相当大的比重”。“从2007年6月14日粤富华发布公告的内容看,广珠公司2006年度利润分配是粤富华上半年业绩预增650%~700%的直接原因。”^⑭

(2)本案的一些特殊情况,也加重了该信息的重要性。“由于粤富华2006年11月8日发布的关于投资珠海发电厂5、6号机组的公告,给

^⑬ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(李际滨、黄文峰)([2010]29号)。

^⑭ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(李际滨、黄文峰)([2010]29号)。

市场投资者以粤富华在未来年度从发电厂获得的分红收益将有较大比例减少的预期,此后协商、达成的 2006 年度全额分红的方案,对投资者判断的影响就更为重大。”^⑮

(3)其他是否具备削弱信息重要性的考量因素。“尽管根据粤富华 2006 年 12 月 22 日发布的公司股权分置改革实施公告,珠海市国资委对包括珠海发电厂资产在内的功控集团的盈利能力做出了业绩补偿承诺,但由于承诺内容并未指明珠海发电厂的分红事项以及承诺针对的是全年业绩,因此,此公告不能消除珠海发电厂分红方案对粤富华半年度业绩和短期股价表现的‘重要性’程度。”珠海市国资委的承诺是:“如果功控集团的净利润在 2006 年至 2008 年中的任何一年少于 7500 万元时,珠海市国资委将对粤富华流通股股东按照差额比例追送股份”,而本案中粤富华可以从珠海发电厂获得的利润分配是 1.2 亿元,远远大于珠海市国资委的承诺底线,并且这还只是功控集团持有的一部分资产而已。^⑯

证监会以“往年客观记录、内部人和外界投资者的主观认知”作为基准,以相关信息是否具有重要性作为判断内幕信息的标准,并且还考虑其他信息披露因素的综合影响,其态度应当是恰当的,其努力值得赞赏。该种思路应当成为此后认定涉案信息是否构成内幕信息的标准之一,而不仅仅局限于《证券法》第 75 条对内幕信息的列举。

2. “老鼠仓”案件和“抢帽子交易”案件中是否涉及内幕信息?

近些年来颇为市场关注的基金管理人员“老鼠仓”案件和证券投资咨询人员的“抢帽子交易”案件(也称“抢先交易”,英文 front running),都涉及如何定性问题,而定性的关键点之一在于如何认定其中涉及的信息性质。无论是在“老鼠仓”案件还是在“抢帽子交易”案件中,当事人都是利用了其服务机构尚未公开的信息,特别是对某些证券的评价性信息。

在基金管理人员的“老鼠仓”案件中,基金管理人员利用了基金投资或者推荐个股的非公开信息,在基金交易前或者伴随基金交易同时为自己或者他人的利益进行交易。例如,在著名的唐建案中,中国证监会

^⑮ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(李际滨、黄文峰)(〔2010〕29 号)。

^⑯ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(李际滨、黄文峰)(〔2010〕29 号)。

认定唐建利用职务便利,在向其任职的上投摩根阿尔法基金的基金经理推荐买入“新疆众和”股票的过程中,提前买入并卖出该股,获利一百五十万余元。^{①⑦}在涂强案中,中国证监会认定涂强“利用担任景顺长城旗下基金的基金经理的职务便利以及所获取的相关基金投资股票的未公开信息,操控涉案个人账户先于或与有关基金同步买卖与基金相同股票牟利”。^{①⑧}

这种尚未公开的基金投资信息是否构成内幕信息呢?中国证监会认为并不构成。对此,中国证监会有关人员提出了三个方面的理由:(1)《证券法》第75条列举的七项内幕信息都与上市公司本身的运营情况有关,是直接决定股票投资价值的因素,而基金投资信息不涉及上市公司本身的运营质量,只是代表了二级市场的投资者判断或者资金投资动向;(2)将基金投资信息认定为内幕信息存在逻辑上的悖论:如果基金投资信息被认定为内幕信息,则基金公司在该信息对普通的公众投资者公开之前不得买卖该证券;(3)内幕信息一定是要公开的(即当然的公开性),而基金投资信息并不必然公开,一些信息是基金管理公司的核心商业秘密,法律并未要求其公开。^{①⑨}对于“老鼠仓”案件,中国证监会认为当事人违反了《证券投资基金法》第18条关于“基金从业人员不得从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易”的规定,以背信和利益冲突定性和处罚。

证监会的这种解释有一定的道理,特别是第二个和第三个理由。基于本文目的,这里不展开讨论,只指出适用这种思路中可能存在的问题:

(1)就信息本身的性质而言,基金投资信息涉及对公司证券的市场供求关系,因此才会影响到该证券的市场价格。虽然看起来对某公司股票的市场需求与该公司本身无关,与《证券法》第75条列举的内幕信息无逻辑关联,但其实诸如公司收购、大股东股权转让等信息,也不过是对公司证券的需求变化而已,而后者被认定为内幕信息并无争议。我国台湾地区的《证券交易法》明确将“证券的市场需求”列入对内幕信息的界

^{①⑦} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(唐建)([2008]22号)。

^{①⑧} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(涂强)([2010]27号)。

^{①⑨} 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第242~243页。

定。美国判例中对于此类信息也一般都认定为内幕信息。

(2)以背信处理此类案件,导致的一个重要问题是,如果当事人是为了他人利益而利用基金投资信息进行交易,则只能处理该人,对于他人则无法处理。以张野案为例,中国证监会认定张野是为了朱某利益,操作朱某实际控制的某账户从事股票交易,为朱某实现盈利900多万元,收取感谢费200万元。^②在行政处罚时,中国证监会只能对张野进行处罚,没收200万元的违法所得,并罚款400万元。由于朱某并非基金从业人员,不构成背信,证监会对其则不能处罚,违法所得也不能没收。但如果认定张野的行为构成了内幕交易,则虽然对朱某是否构成内幕交易还需要考察更多因素,但至少900多万元作为内幕交易所得应当被没收。

与此类似的问题是:如果基金工作人员没有自己利用该基金投资信息交易,而是泄漏给他人或者建议他人买卖,该他人为非基金从业人员,则中国证监会也只能处理该基金工作人员,而不能处理该第三人。

当然,以背信处理也有一个好处,即只要证明当事人从事了可能存在利益冲突的交易即可适用处罚,而不需要证明当事人必须在基金交易之前提前交易或者至少与基金同时交易。在王黎敏案中,中国证监会就只讨论了王黎敏买卖了与基金投资的相同股票,而没有讨论王黎敏个人交易与基金投资的时间关系。^③因此,以背信处理,也许可以对此类“老鼠仓”案件有一个统一的处理方法,而用内幕交易来处理则必须区分不同的“老鼠仓”交易,辨别其中是否利用了基金投资信息。

不过,从实践来看,《刑法修正案(七)》没有采用中国证监会关于背信的定性方式,而是直接将情节严重的“老鼠仓”案件界定为“利用未公开信息交易罪”,与内幕交易罪规定在同一条款,并要求依照内幕交易罪进行处罚。这种单独规定的处理方式,解决了上述证监会有关人员提出的基金投资信息是否必须公开以及基金本身能否利用该信息的问题,在处罚范围上则不会受限于只处理那些负有信义义务的主体,是一种较为合适的方法。由于《证券法》第75条明确授权中国证监会可以认定“对

^② 参见《中国证监会行政处罚决定书》(张野)([2009]21号)。

^③ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(王黎敏)([2008]15号)。

证券交易价格有显著影响的其他重要信息”为内幕信息,因此,本文建议中国证监会在此后处理“老鼠仓”案件中不妨采用类似方式。

“抢帽子交易”同样涉及当事人利用未公开的信息抢先交易的问题,只不过这些信息往往是咨询公司的投资建议。中国证监会认为这种投资建议并不构成内幕信息,因此对此类案件往往以操纵市场^②或者投资咨询人员非法买卖股票^③进行处理。

中国证监会有关人员解释原因为:这些投资建议既不具有实质重要性,也不具有必然公开的性质,因此不构成内幕信息。所谓不具有实质重要性,是因为这些信息不能影响上市公司的内在投资价值;所谓不具有必然公开性,是因为投资咨询机构拥有对这些投资建议信息的所有权,其可以采用会员制的方式只向会员提供,不必向社会公开。^④

其实投资建议在性质上与基金投资信息类似,上文已经有所讨论,本文不再赘述。不过,《刑法修正案(七)》在第180条规定“利用未公开信息罪”时,其主体范围并不包括证券投资咨询机构或者类似机构的工作人员,因此,与上述证券投资基金的“老鼠仓”案件不同,在刑法上对于此类“抢帽子交易”类案件目前并无可直接适用的罪名。

3. 市场流言是否构成内幕信息?

市场流言往往也会对某证券的价格造成影响,目前我国资本市场发展还处于初级阶段,流言影响股价的功能表现更为明显。这些市场流言是否可能构成内幕信息?利用这些流言交易,是否可能构成内幕交易?

在潘海深案的行政处罚决定书中,中国证监会并未提及市场流言。但有关人士在分析该案时指出:在潘海深抛售大唐电信股票之前,市场有关公司重组的传言,使得大唐电信的股价从2007年4月11日至4月13日连续小幅上涨,下个交易日即4月16日涨停,而潘海深正是在该天将股票悉数抛出。4月20日,大唐电信发布澄清公告,否认重组传闻,当日股价下挫。因此存在潘海深是受到该市场传言的影响才抛售股票的

^② 如汪建中案,参见《中国证监会行政处罚决定书》(汪建中)([2008]42号)。

^③ 如孙成刚案,参见《中国证监会行政处罚决定书》(孙成刚)(证监罚字[2005]35号)。

^④ 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第71页。

可能。^⑤

该有关人士认为:市场传闻并不构成内幕信息,但一旦发生影响股价异动的市场传闻,在公司予以澄清之前,该“市场传闻是否真实”就构成了一种内幕信息,知情人不得在公开前利用该信息从事交易。^⑥ 这种看法值得赞同。以潘海深案为例,当时市场传言大唐电信重组,造成股价上涨,但作为内部人潘海深可能明确知道该传言不实,因此完全可能利用股价上涨的机会卖掉股票,获取此信息所带来的利润。因此,明知该市场传闻不实就构成了一种内幕信息。

最后,关于市场环境的一般性信息是否构成内幕信息,至今立法和中国证监会的实践都尚未明确。尽管有理论认为,《证券法》第65条所说的“公司生产经营的外部条件发生的重大变化”就包括了诸如调整利率、汇率、证券交易印花税比率等国家法律、政策变化的信息,^⑦但实践中,中国证监会还未处理一起此类案件。因此,相关政府工作人员在影响股市或者行业整体的政策变化出台之前,利用该信息交易股票,是否构成内幕交易,现在也仍然是一个尚未定论的问题,还有待立法机关或者中国证监会此后进一步明确。

(二)重要性

重要性一般是指对公司证券的市场价格会有重大影响。我国《证券法》第75条规定“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,为内幕信息”。重要性是界定内幕信息的第一个关键因素。上文所讨论的中国证监会在李际滨和黄文峰内幕交易案中,以重要性作为界定内幕信息的主要标准,而不局限于第75条具体列举的内幕信息种类的做法,就说明了这一问题。

某一信息是否能对证券价格有重大影响,一般理论是以普通投资者的合理判断为假设基础,而不是看实际效果。从中国证监会的行政处罚来看,在24个内幕交易案例中,有至少4起以内幕交易者亏损收场。亏

^⑤ 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第18页。

^⑥ 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第18页。

^⑦ 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第178页。

损既可能是因为内幕交易者错误估计了内幕信息对股价的影响,也可能是因为市场风险造成股价意外波动,中国证监会在处罚时仅仅将亏损作为一个情节因素予以考虑,而没有因此否认内幕信息的重要性和内幕交易行为的存在,有一定的道理。

内幕信息的起算时点是确定交易者是否构成内幕交易的基础。中国证监会在行政处罚中往往采用确定内幕信息敏感期起算点的方式,来确认内幕信息的形成时间,其确认的核心因素,当然仍然是以重要性为标准。传统理论多适用美国最高法院在 Basic 案中的方法,即综合考虑非公开信息发生的可能性和重大程度这两个因素来判断重要性。^{②⑧}

不过从实践来看,这两个因素完全可以区别判断,重大程度主要看该因素对证券价格影响的可能性,该因素主要涉及对信息种类的判断,上文已经提及;发生的可能性则需要判断该信息的确切性,是中国证监会在行政处罚决定中判断内幕信息敏感期起点的主要考虑因素。

以并购重组信息为例(该类信息是中国证监会处罚的内幕交易案件中涉及最多的信息),并购重组涉及两个或者多个公司之间的复杂交易,需要经过谈判,甚至还有可能涉及不同政府机构的批准。在并购重组中何时信息才能具有确定性,何时才能被认定为内幕信息,是一个很复杂的问题。一般而言,一个并购重组的谈判可能经历:起意、接触、初步谈判、尽职调查、达成初步意向、内部批准、外部批准、签订协议、执行等一系列过程。目前的强制信息披露制度只要求上市公司在协议签订后才公开披露,除非之前市场传闻或者股价已经发生异动。^{②⑨} 因此,在签订协议之前该信息都处于保密期间,都可能影响证券的市场价格。中国证监会一般认为在该信息基本确定时,才具有重要性,被视为内幕信息敏感期的起算点。

例如,在马中文等人的内幕交易案中,主要涉及的内幕信息是光明家具的债务重组信息。光明家具 2005 年、2006 年连续两年亏损,2007 年 4 月公司股票被实行退市风险警示,若 2007 年继续亏损,公司股票将

^{②⑧} 485 U.S. 224 (1988).

^{②⑨} 参见中国证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》(中国证券监督管理委员会令第 40 号)第 31 条。

被暂停上市。长城资产管理公司(以下简称“长城”)持有光明家具债权20,652.32万元,光明家具为实现扭亏、避免退市,自2006年开始,就积极与长城哈尔滨办事处(以下简称“长城哈办”)进行债务和解的协商谈判。^⑩显然就重要性而言,此债务和解信息符合内幕信息的标准。但债务和解需要债务人和债权人进行谈判,该信息的形成显然需要经过一定的过程。在这个谈判过程中,哪一个时点该内幕信息才正式形成?

从本案的事实来看,中国证监会认定:2007年11月21日,光明家具向长城哈办发出《关于债务和解的方案》,双方就以股抵债的债务重组主要形式达成一致,但具体数额还在磋商。2007年12月20日,双方确定债务重组初步方案并制作相关文件;2007年12月23日,长城哈办向总公司报送了《关于对光明集团家具股份有限公司债务重组项目方案的请示》,长城总公司于2007年12月24日下达批复,同意项目方案;2007年12月25日,光明家具与长城哈办签订了《债务和解协议》。同日,光明家具发布临时公告,称有重大事项,宣布停牌。2008年1月2日,光明家具发布公告,宣布债务重组事宜。中国证监会认为:“自光明家具2007年11月21日提出债务和解方案,同意长城哈办以股抵债要求,就债务重组主要形式达成一致为内幕信息形成日。”^⑪

在辽河纺织、由春玲内幕交易案中,中国证监会认为:“2008年2月,百瑞信托有限责任公司(以下简称“百瑞信托”)重组辽源得亨的过程,将使辽源得亨股权结构发生重大变化,属于涉及公司经营、财务或者对公司证券市场价格有重大影响的尚未公开的敏感信息。自2008年2月14日辽源得亨与百瑞信托重组的实际运作方沿海国际控股有限公司管理层进行商谈,确定重组合作意向,双方核心重组条件达成一致为内幕信息形成日”。^⑫

但这也并非绝对。例如,在耿佃杰内幕交易案中,涉及上市公司大

^⑩ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(党建军、马中文等4名责任人)([2010]18号)。

^⑪ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(党建军、马中文等4名责任人)([2010]18号)。

^⑫ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(辽源得亨、辽河纺织、由春玲、赵利)([2010]22号)。

成股份与中国农业生产资料集团公司(以下简称“中农资”)并购的内幕信息。2007年7月18日,耿佃杰到北京与中农资有关人员初步沟通,了解中农资基本情况及中农资重组大成股份意向的基本想法。7月24日,双方签订保密协议,中农资派出多名审计、评估人员到大成股份调查了解情况,持续时间近一个月。8月23日,中农资派人与淄博市财政局(当时大成股份的控股股东)商谈,初步达成了中农资出资购买大成股份国有股的原则。8月29日,大成股份就此事发布公告。尽管在处罚决定中没有明确内幕信息的敏感期,但中国证监会认定,耿佃杰所控制的某账户从2007年7月31日至8月22日买入大成股份的行为构成了内幕交易。^③7月31日,中农资还在对大成股份进行尽职调查,双方并未就并购达成意向。8月23日中农资才和大成股份的控股股东达成初步意向。

在赵建广内幕交易案中,上市公司ST黄海为避免摘牌,申请青岛市政府免除金额1亿元左右的债务。ST黄海从2007年5、6月即向青岛市政府提出该请求,青岛市政府要求以ST黄海的大股东中化集团的名义打报告。2007年7月13日,中化集团向青岛市政府提交申请豁免债务的报告。11月5日,青岛市财政局发文,同意免除ST黄海的债务。^④从确定性角度来说,至2007年11月5日青岛财政局发文,债务豁免才成立。但证监会认定ST黄海的董事、总经理赵建广自7月10日就知道了这一内幕信息,自8月10日至10月11日分次买入ST黄海股票的行为,就构成了内幕交易。

在吕道斌等人内幕交易案中,这个问题可以看得更清楚。该案主要涉及上市公司乐山电力参与投资多晶硅项目的内幕信息。这一信息实际上是在2007年11月20日召开的新光硅业的股东会议上最终确定的。因此,其他人多是以该日作为内幕信息形成的时点,认定此后的交易为内幕交易。但对于吕道斌,中国证监会则做出了不同认定。吕道斌在乐山电力的控股股东四川电力担任职务,经常和四川电力的法定代表人朱某、副总经理何某会面,熟悉他们对乐山电力投资多晶硅项目的想

^③ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(耿佃杰)([2010]16号)。

^④ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(ST黄海赵建广)([2009]17号)。

法和意见。中国证监会认为早在2007年夏天,吕道斌就知道了何某支持乐山电力参与多晶硅项目的想法,而何某的态度代表四川电力的态度。同时由于四川电力拥有的某些谈判优势也使得这一想法能够实现。因此,中国证监会认为对于吕道斌来说,此时乐山电力参与投资多晶硅项目这一信息就已经具有了确定性,构成了内幕信息,吕道斌在11月20日之前(9月14日至11月8日)买入乐山电力股份的交易就构成了内幕交易。^⑤

从吕道斌案我们可以看出,实际上很难客观确定内幕信息的形成时点,因为对于不同的人来说,基于其不同的地位和背景,信息的确定性是不同的。对于一般市场人士来说,乐山电力参与投资多晶硅项目可能一开始只是市场传闻,但对于基于其地位了解到乐山电力控股股东领导意图的吕道斌来说,则虽然项目尚未启动,可能仅仅是意向就已经构成了内幕信息的确定性。

这一点在著名的黄光裕内幕交易案中可以看得更为清楚。该案涉及两次内幕交易,其中第二次内幕交易主要是鹏润控股拟借壳中关村科技上市的内幕信息。从法院确认的证据来看,至迟在2007年7、8月,黄光裕就有了鹏润控股借壳中关村上市的想法。8月10日,鹏润控股召开会议讨论了重组事宜;不过,实际上只到9月6日,黄光裕才让某投资银行对鹏润控股借壳上市的可行性进行研究,9月底,才确定正式启动相关程序,9月28日,中关村申请停牌,至2008年5月7日,中关村公告上述重组事宜。中国证监会认定内幕信息的敏感期是从2007年8月13日至2008年5月7日。尽管法院在判决书中认为:8月13日鹏投公司在某个工作报告中增加了设立中关村组的内容,说明鹏投公司已经将借壳中关村作为重点考虑方案,但其实黄光裕控制的股票账户在8月13日出现集中买入中关村股票的情况,对于认定8月13日作为内幕信息敏感期的起算时间更为重要。^⑥这是因为当时黄光裕实际上完全控制鹏润控股和中关村这两家公司,因此,鹏润投资借壳中关村这一交易完

^⑤ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(新光硅业吕道斌等5名责任人)([2009]24号)。

^⑥ 参见《北京市第二中级人民法院刑事判决书》([2010]二中刑初字第689号)。

全都在其操控之下,对其来说,只要有了想法,就具有完全的确定性。^{③⑦}换句话说,如果黄光裕控制的股票账户不是在8月13日集中买入中关村股票,而是更早,恐怕内幕信息敏感期的计算就必须倒推到那个时点才合适。其他人如果只是从市场听到传闻,当然不构成内幕信息,但如果是从黄光裕处听说该消息,则完全可构成内幕信息。

因此,实际上证监会目前确定内幕信息敏感期的做法并无实际意义。敏感期的起算点为内幕信息的形成日期,但实际上,内幕信息本身有其客观性,主要表现为重要程度,即可能对市场价格的影响,但又有其主观性,因为对于不同主体来说,该信息的确定性不同。实践中,中国证监会即使认定了敏感期,仍然需要认定内幕交易者何时得知该内幕信息,多此一举。实际上,认定敏感期的起算点对于认定内幕交易没有什么帮助,中国证监会只要认定内幕信息存在、内幕交易者知道该内幕信息即可。

(三)未公开性

内幕信息的另一特征是尚未公开,不为公众所知,因此才具有可利用的市场价值。中国证监会计算的内幕信息敏感期终点即内幕信息的公开时点。与上文讨论的确定内幕交易形成时点不同,确定公开时点对于确定内幕交易行为具有重要意义——在此时点之后发生的交易不应被视为内幕交易。

按照中国证监会有关人士的解释,我国执法实践中一般不再考虑信息披露后到公众消化吸收该信息的传播过程,直接以消息公开披露的时间点作为信息的公开点。^{③⑧}不过,在中国证监会发布的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》中对此仍有考

^{③⑦} 当然该交易最终能否实现,还需要经过证监会的批准。但由于在批准前该信息本身就足以影响股价,因此,未经批准前的该信息也具有重要性,足以构成内幕信息。

^{③⑧} 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第26~27页。不过证监会有时也会做出错误表述。例如,在李建兴内幕交易案的行政处罚决定书中,证监会认定深康佳2008年业绩预增信息的敏感期为2008年1月23日至1月30日,年度报告的敏感期为2008年3月19日至4月7日,而证监会同时认定李建兴在1月30日和4月7日买入该公司股票的交易构成了内幕交易。信息已经公布了交易还构成内幕交易?看起来好像有所谓传播消化时间段的考虑。但其实查一下就知道,深康佳公布业绩预增报告的时间是1月31日,公布年度报告的日期是4月8日。证监会在行政处罚决定书中认定的敏感期终点都提前了一天。参见《中国证监会行政处罚决定书》(李建兴)([2009]45号)。

虑,该文第13条规定,上市公司董事、监事和高管人员在重大事项发生之日至依法披露后2个交易日内都不得买卖本公司股票,显然是考虑到重大信息披露后市场需要一段时间才能消化,所以规定了2个交易日作为禁止交易的时段。

然而从实践来看,某些信息由于不同时间点公布的详略不同,内容侧重不同,到底以什么时点作为公布时点,仍是一个问题。

例如,在潘海深内幕交易案中,中国证监会认定的内幕信息是大唐电信2006年亏损的信息,该信息由于此前大唐电信发布了业绩预增公告而重要性得到加强。不过,大唐电信此次亏损是由于其准备对光通信、无线分公司的资产计提大幅减值准备引起的。大唐电信在2007年4月4日通知全体董事,称公司进行减值计提,将造成2006年年度亏损5~6亿元。4月5日,大唐电信发布了《业绩预告更正公告》,宣布公司由预盈转预亏,但未披露预计亏损的具体数额。至4月18日,大唐电信发布业绩快报,称公司2006年净亏损7.19亿元。4月27日,大唐电信发布年度财务报告,称2006年公司净亏损7.18亿元。而证监会认定潘海深在4月16日卖出大唐电信股票构成了内幕交易。^③ 证监会认定的理由就是:4月5日的公告虽然宣布了公司从预盈转预亏的消息,但没有公布具体亏损金额,后者仍构成内幕信息。有关人士解释说,在有关信息需要分阶段披露的情况下,存在一级敏感期(主敏感期)和二级敏感期(子敏感期)的概念:一级敏感期涉及内幕信息的全部内容,二级敏感期则指“内幕信息作为一个信息整体已经公开,但内幕信息的部分重要内容仍处于未公开状态”。^④ 这种方式太过复杂,因为后来年度报告公布的具体亏损数额与业绩快报公布的具体数额仍有差距,如果该差额巨大,后者恐怕还需要被认定为内幕信息,那就需要设定三个敏感期了。其实不如认为这里存在两个不同但有关联的内幕信息:一个是公司从预盈转预亏的信息,一个是具体的亏损数额。前者在4月5日已经公开,后者则至4月18日才公开。一个大信息往往可能由许多不同的小信息

^③ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(潘海深)([2008]12号)。

^④ 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第17~18页。

组成,其中有些小信息相互依存,可能不具有重要性,有些小信息则可能相对独立,尽管不如主信息重要,但仍然可能具有一定的重要性。例如,上述大唐电信中的公司亏损信息,由预盈转预亏作为主信息,具有最核心的重要性;亏损的具体金额与之相比,重要性要低一些,但仍然具有一定的重要性;至于此后年报公布的最终亏损金额如果与业绩快报公布的差额不大,则可视为不具有重要性,但如果相差较大,则后者也具有一定的重要性,在公布前仍然属于内幕信息。

上面讨论的并购重组信息也可如此观察:并购重组信息本身对上市公司股价会有巨大影响,当然具有重要性,但并购重组的方式、交易的具体价格也都具有相当的重要性,不可忽视,在公布之前也都可能构成内幕信息。

三、内幕交易的主体范围

内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人不得利用内幕信息从事证券交易活动,也不得泄漏或者建议他人买卖。谁是内幕信息的知情人? 是任何知道内幕信息的人,还是一些特殊主体? 这是所有国家禁止内幕交易法律制度的核心问题。涉及禁止内幕交易的范围有多大,如何确定内幕交易主体的范围,其实取决于禁止内幕交易立法的理论基础和价值取向。如一国立法者或执法者倾向于追求证券市场信息平等,就会认为所有拥有内幕信息的人都拥有信息优势,影响了市场公平交易,应以内幕交易法禁止其交易。如倾向于追求市场效率,立法者或者执法者则认为市场信息天然地分布不均衡,一般法律并不要求交易者向其交易对象披露所有信息,除非交易一方对于交易另一方负有某种信息披露的义务,例如,在存在信义义务的情况下,受托人就有义务在和受益人交易前披露相关信息,只有在存在这种特殊关系的情况下,交易一方隐瞒重大信息而与另一方交易,才构成不公平,需要法律予以救济,即禁止内幕交易的法律制度。^④

^④ 参见彭冰:《中国证券法学》(第二版),高等教育出版社2007年版,第21章“内幕交易”的相关内容。

(一) 法条规定

从我国的法条结构来看,第 73 条和第 76 条将禁止内幕交易的主体范围规定为“内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人”,在第 74 条又以列举的方式界定了内幕信息的知情人。本来“内幕信息的知情人”这一概念并不需要界定,因为仅从字面意义上来看,只要知悉内幕信息,就是内幕信息的知情人。第 74 条对“内幕信息的知情人”主体范围的列举,实际上是对内幕交易主体范围的限制。并且即使当事人属于第 74 条列举的范围,在认定其构成内幕交易前,仍然需要证明其真正知悉或者应当知悉内幕信息。反过来说,如果当事人实际知悉了内幕信息,但是不属于第 74 条列举的范围的,则不应当被认定为内幕交易的主体。^④因此,我国《证券法》并未将所有知悉内幕信息的主体都纳入禁止内幕交易的范围。图示如下:

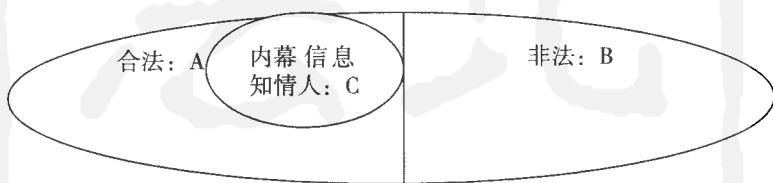


图 1 内幕交易的主体范围

图 1 中的大圆圈表示所有知道内幕信息的人,可以区分为两类:左边是合法获取内幕信息的人(A),右边为非法获取内幕信息的人(B)。在合法获取内幕信息的人里面,还可以再画一个小圆圈,是第 74 条所列举的“内幕信息的知情人”(C)——如果立法者意图将所有知道内幕信息的人都纳入内幕交易禁止的行列,就没有必要规定第 74 条了。禁止内幕交易的主体范围为:C + B。

第 74 条还留下了一个兜底条款,即“国务院证券监督管理机构规定的其他人”,授权中国证监会在以后根据情况扩张内幕信息的知情人范围。不过无论如何扩张,显然不能将小圆圈扩张到包括所有合法获取内幕信息的人(即 C 一定小于 A,不能等于 A),否则第 73 条、第 74 条和第

^④ 不过,第 74 条授权中国证监会可以认定其他的内幕信息知情人,当然,中国证监会的这种认定必须遵循某种原则,不能随意扩大主体范围。

76 条规定的法律结构就需要重新调整了。

因此,证监会有关人士认为《上市公司信息披露管理办法》第 4 条规定“在内幕信息依法披露前,任何知情人不得公开或者泄露该信息,不得利用该信息进行内幕交易”,即表明中国证监会已经利用《证券法》第 74 条的授权将“规定的其他人”扩展至“任何知情人”。^④ 这种观点显然是不对的。先不说中国证监会是否有权根据该授权将知情人扩充到所有人,仅从表面来看,该解释就不能成立:对于内幕交易的禁止显然不可能包括那些通过自己研究、推测获得内幕信息的人士,包括投资分析师和证券投资咨询人员。何况从《上市公司信息披露管理办法》第 4 条的法条本意来看,其并未对“知情人”进行界定,该处所指“任何知情人”中的“知情人”应当仍然是《证券法》第 74 条所称的“内幕信息的知情人”,该条只是对《证券法》第 73 条、第 76 条的再次表述而已,根本不是对知情人范围的具体扩展。

中国证监会对知情人扩展的努力表现在《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》中。该文第 3 条规定:“对于正在筹划中的可能影响公司股价的重大事项,上市公司及其董事、监事、高级管理人员,交易对手方及其关联方和其董事、监事、高级管理人员(或主要负责人),聘请的专业机构和经办人员,参与制订、论证、审批等相关环节的有关机构和人员,以及提供咨询服务、由于业务往来知悉或可能知悉该事项的相关机构和人员等(以下简称“内幕信息知情人”)在相关事项依法披露前负有保密义务。在上市公司股价敏感重大信息依法披露前,任何内幕信息知情人不得公开或者泄露该信息,不得利用该信息进行内幕交易”。该条列举的主体范围超出了《证券法》第 74 条列举的内幕信息知情人范围,例如,“交易对手方及其关联方和其董事、监事、高级管理人员”、“参与制订、论证、审批等相关环节的有关机构和人员,以及提供咨询服务、由于业务往来知悉或可能知悉该事项的相关机构和人员等”,这些都是现实中确实存在,而第 74 条又缺乏规定的,证监会对此做出特别规定就在第 74 条的授权范围内。

^④ 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第 1 辑),法律出版社 2009 年版,第 4 页。

“非法获取内幕信息的人”也被禁止从事内幕交易,但对于什么构成“非法获取内幕信息”缺乏相关规定。理论上认为,通过盗窃、窃听等非法手段获取内幕信息的,应当构成“非法获取”。不过至今中国证监会行政处罚的内幕交易案例尚未涉及此类情况,但在内幕交易罪的刑事案件中有所涉及。在“罗高峰、陈玉兴、王向东泄漏内幕信息、内幕交易案”中,即所谓“杭萧钢构内幕交易案”中,法院认定陈玉兴、王向东的内幕交易包括两类:一类是陈玉兴在和杭萧钢构的一个工作人员吃饭时知悉了内幕信息后的交易,另一类是在罗高峰主动向其泄漏内幕信息后从事的交易。对于后类交易构成内幕交易,并无太大争议。争议较大的是前类交易,即陈玉兴获得杭萧钢构工作人员无意间泄漏的内幕信息后从事交易,是否构成了内幕交易?^④ 法院在判决中做出了肯定的结论。公诉方的有关人员后来解释说:对“非法获取”内幕信息中非法的理解,并非是指获取内幕信息的手段非法,而是说,任何第74条所列举的“内幕信息的知情人”之外的主体,都被禁止知悉内幕信息,一旦他们知道内幕信息,无论是主动知悉还是被动知悉,都是非法。^⑤ 这种对非法获取内幕信息的界定,显然范围太广,不符合法律解释的逻辑。按照这种解释方式,《证券法》第74条就没有存在的必要:只要规定任何知悉内幕信息的人都不得交易就界定了内幕交易的主体范围,根本不需要费劲列举各类主体了。

(二)典型的内幕交易者

《证券法》第74条以列举的方式规定了几类内幕信息的知情人,这些一般都可以称之为典型的内幕交易者。中国证监会查处的内幕交易案件中这类人当然最多。在24起内幕交易案例中,涉及32个人,6个机构。从内幕人的身份来看,上市公司的高管和工作人员较多,有15人,其中12人为上市公司董事(5人)、监事(1人)、高管(6人)^⑥及其亲

^④ 由于未看到公开的刑事判决书,本文讨论的情节来自该案公诉机关有关人员撰写的论文,参见陈海鹰等:“泄漏内幕信息罪、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,第33页。

^⑤ 参见陈海鹰等:“泄漏内幕信息罪、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,第34~36页。

^⑥ 其中赵建广既为董事,也是总经理,计算了两次。

属(2人),1人为上市公司中层干部,1人为职员;在上市公司控股股东或者关联公司中担任高管或者职员的有8人;为收购人或者被收购人高管或者职员的有6人(包括亲属1名);还有3人为接受上市公司委托获取内幕信息的人士及其亲属——相当于证券中介机构。

不过奇怪的是,一般认为最容易发生内幕交易的券商、律师等中介机构及其有关人员,却在中国证监会处罚的内幕交易案例中很少出现。24起内幕交易中,涉及证券公司及其工作人员的有3起,不过其中襄樊上证和金峰(渤海证券总裁助理)都和其券商身份无关:前者是偶然听说他人要大量购买延中实业的股票,^{④7}后者是因为渤海证券本身为并购重组的目标公司。^{④8}只有南方证券作为北大车行的承销商,利用其获得的公司财务信息从事了内幕交易,是典型的券商内幕交易案例。^{④9}另外,还有一个以实际职责界定责任的案例,在况勇等内幕交易案中,况勇作为收购方——珠海格力集团的离职职工,受原雇主委托寻找联系上市公司,^{⑤0}因此,其不是因在收购方担任或者曾经担任职务而获得内幕信息,而是相当于以中介机构的身份获得内幕信息,其虽然名义上并非券商、投行或者律师,但却因为受委托而具有了上述中介机构的地位,因此应当承担相应的义务。中国证监会在处罚决定书中称:“(况勇)离职后受格力集团方面委托,全程参与了……沟通、联络、谈判、协议达成,对相关并购重组事项的进展、前景与细节有着全面、准确的了解,本应保持高度的注意与谨慎,认真做好相关信息的保密与管理。”研究该案可以发现,《证券法》第74条第(六)项关于中介机构的规定过于死板,严格限制了中介机构的名称,不如上述《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》第3条好用。

券商类中介机构案例的缺乏,实际上可能损害中国证监会对券商规范监管的努力。据媒体报道,中国证监会拟颁布《证券公司信息隔离制

^{④7} 参见《中国证券监督管理委员会关于对中国农业银行襄樊市信托投资公司上海证券业务部违反证券法规行为的处罚决定》(证监发字[1994]13号)。

^{④8} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(耿佃杰)([2010]16号)。

^{④9} 参见《关于南方证券有限公司、北大车行股份有限公司等机构和个人违反证券法规行为的处罚决定》(证监罚字[1999]28号)。

^{⑤0} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(况勇、张蜀渝、徐琴)([2010]32号)。

度指引》,强制要求券商设立信息隔离墙,“以防止敏感信息的泄漏和不当使用,防范内幕交易和利益冲突”。^{⑤1} 没有内幕交易指控的威胁,券商被迫建立上述制度的积极性可能不大。信息隔离墙,即所谓“中国墙”的主要功能就是保护券商在从事多种业务时不至于受到内幕交易的指控。也正是因为美国法院在一些案例中承认了券商“中国墙”的信息隔离功能,避免了内幕交易指控,券商的所谓合规部门才能得到股东和管理者的重视,迅速发展起来。^{⑤2}

以中国证监会处罚的内幕交易案例对比,本文发现《证券法》第74条所列举的内幕信息知情人的范围过于狭窄,主要表现为以下几个方面:

(1)缺乏对收购人或者被收购人、重组方或者被重组方及其有关人员的规定:并购重组是内幕交易发生的重灾区,证监会处罚的24起内幕交易案例中,涉及并购重组信息的就有11起。然而《证券法》第74条却对收购人、被收购人、重组方、被重组方可能构成内幕信息的知情人只字未提。尽管在实践中,中国证监会在24起内幕交易案中至少处理了6名收购人或者收购人的相关工作人员及其亲属,但多数毕竟缺乏足够的法律依据。

(2)缺乏对于关联公司的规定。在吕道斌等内幕交易案中,涉及的内幕信息是几家上市公司参与投资多晶硅项目的事项,而被中国证监会认定构成了内幕交易的5人中,除了吕道斌是在控股股东处担任中层干部外,其他4人都是在上市公司的关联公司中担任高管或者一般职员。^{⑤3} 这些人能否构成内幕信息的知情人,《证券法》第74条中也没有规定。

(3)缺乏对控股股东一般工作人员的规定。在瞿湘内幕交易案中,利用上市公司对外投资之内幕信息交易的瞿湘,不过是上市公司控股股

^{⑤1} “证监会拟强制券商设立信息隔离墙”,<http://finance.sina.com.cn/stock/y/20101027/04018850304.shtml>,2010年10月30日访问。

^{⑤2} 参见 Marc I. Steinberg, Compliance Programs for Insider Trading, 47 SMU Law Review 1783 (1994)。

^{⑤3} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(新光硅业吕道斌等5名责任人)([2009]24号)。

东办公室的副主任,不是高管。^{⑤4} 更早的俞梦文内幕交易案中,俞梦文也不过是大股东的中层干部。这些人利用其在上市公司控股股东中的职位,获取了上市公司的内幕信息,在该信息公开前从事交易,显然符合内幕交易的特征。但《证券法》第74条第(二)项只规定了“持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员”,而第(四)项所谓“由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员”又是指在上市中担任一般职务的人员,不能涵盖控股股东的中层干部或者一般职员。

尽管缺乏法律支持,中国证监会仍然在一系列案例中对上述人员做出了内幕交易的认定,这种努力值得赞赏。不过,中国证监会应当更多运用第74条的授权,明确扩展内幕信息知情人的范围。因为该条对中国证监会的授权,是要求其采用一般性规范的方式来规定更多的内幕信息知情人,而不是通过个案具体认定。目前的《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》第3条的规定应当被视作中国证监会的一个合适的努力。但该条仍然存在一定的模糊之处。如果中国证监会能够做出明确具体的规定,也许会更好。

(三)非典型的内幕交易者

除了上述典型的内幕交易者之外,理论上争议比较大的是一些边缘性案例,例如,除了内部人外,外部人如何被认定构成内幕交易?偶然获得内幕信息的人是否应当被纳入内幕交易禁止的范围?实践中,中国证监会处罚的内幕交易案例中也会涉及一些平时很少出现的内幕交易主体。

1. 上市公司

上市公司自己能否构成内幕交易的主体?例如,其在知晓内幕信息后,在该信息公开前买入或者卖出本公司股票,是否构成内幕交易?

理论对此的回答是肯定的。^{⑤5} 无论是按照所谓信息平等理论还是特殊关系理论,上市公司在买卖本公司股票时,对于交易对手都负有信

^{⑤4} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(瞿湘)([2008]49号)。

^{⑤5} 参见 Mark J. Loewenstein & William K. S. Wang, The Corporation As Insider Trader, 30 Delaware Journal of Corporate Law 45 (2005)。

息披露的义务。不披露重大信息的存在,而买卖本公司的股票,这种交易显然极不公平。

在中国公司法下,上市公司买卖本公司的股票受到了严格限制。根据《公司法》第143条的规定,上市公司只有在减资、合并、股权激励、异议股份回购四种情况下才可以购买本公司股票。而除了在合并和异议股份回购两种情况下外,公司只有在发行时才会卖出本公司的股票。

在理论上,上市公司拥有自身所有相关信息,因此,无论其是否有意,只要存在内幕信息,其在该信息公开前买卖本公司股票都可能构成内幕交易。《上市公司回购社会公众股管理办法》第11条规定:“在年度报告和半年度报告披露前5个工作日或者对股价有重大影响的信息公开披露前,上市公司不得通过集中竞价交易方式回购股份。”不过这种规定仍然不能保证上市公司避开内幕交易的嫌疑。很多内幕信息都有一个发展形成过程,特别是对于那些与公司经营有关的信息,公司中的某些具体个人可能声称不了解,但公司作为一个整体则不可能不知道。仅仅在年度报告或者半年度报告披露前5个工作日停止交易,显然不够。以余鑫麒内幕交易案为例,该案涉及的一个内幕信息是2006年年报信息,虽然年报于2007年2月16日公布,但其实2月3日就已经编制好审计报告初稿,2月8日审计人员与公司董事长、财务总监沟通,并将审计报告初稿发给了财务总监。^{⑤⑥}也许对于2月3日是否能够认定公司知晓年报信息还有疑问,但公司知晓该内幕信息的时间不会晚于2月8日财务总监收到审计报告初稿时——距离年报披露时间要多于5个工作日。

中国证监会处罚的两个涉及公司本身内幕交易的案例,都发生在2000年之前,行政处罚决定书比较简单,因此只能简单讨论:第一起是发生在1996年的张家界公司内幕交易案。中国证监会认定,张家界公司在1996年11月22日公布董事会送股决议之前,于11月18、20、21日大量抛售本公司股票,属于内幕交易行为。^{⑤⑦}

^{⑤⑥} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(余鑫麒)([2010]2号)。

^{⑤⑦} 参见“中国证监会对张家界旅游开发股份有限公司、湖南证券交易中心违反证券法规行为作出处罚决定”(1997年1月17日新闻稿),载《中国证券监督管理委员会公告》1997年3月,第76页。

第二起南方证券与北大车行内幕交易案则比较复杂。中国证监会认定:1996年10月,南方证券某高管熊某在向北大车行高管了解其经营情况时,知悉了北大车行的财务情况和分配情况,以及尚未公开的某项投资事项。这些构成了内幕信息。上述财务和分配信息于1997年1月17日和4月14日公布。在此期间,南方证券同时担任北大车行配股的主承销商。中国证监会认定:南方证券从1996年10月至1997年4月利用该内幕信息大量买卖北大车行股票。南方证券和北大车行构成了内幕交易。^{⑤8}可见在该案中,中国证监会认为北大车行的所谓内幕交易行为是泄漏内幕信息给南方证券,后者则具体从事内幕交易行为。

不过自2000年之后,中国证监会处罚的内幕交易案中就不再涉及上市公司本身。但实践中类似的案例应当仍然存在。

2. 收购人

尽管《证券法》第76条对于收购行为的内幕交易有所豁免,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”,但收购人进行内幕交易的案例仍有发生。

理论上来说,收购人从事内幕交易可能损害自身的利益,因为“内幕交易行为导致证券交易价格异常波动,加大了并购重组的不必要成本,增强了并购重组难度,延滞了并购重组进程,有些甚至直接导致并购重组项目的流产,严重阻碍了证券市场资源配置功能的发挥”。^{⑤9}不过实践中,收购人完全可能利用“人头账户”在收购进程之外私下买卖目标公司股票,获取二级市场收益。

在中国股票市场股权分置年代,上市公司股权区分为流通股与非流通股时,收购人就更有动力如此操作。因为流通股和非流通股的价格之间没有关联,收购人获得控制权需要通过协议受让目标公司的非流通股,买卖流通股并不会影响其收购成本。中国轻骑集团内幕交易案就是如此。中国证监会在该案中认定:1997年8月,轻骑集团为控股而决定

^{⑤8} 参见《关于南方证券有限公司、北大车行股份有限公司等机构和个人违反证券法规范行为的处罚决定》(证监罚字[1999]28号)。

^{⑤9} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(耿佃杰)([2010]16号)。

收购原“琼海药”国家股及法人股,持股比例达 39.13%。在此期间,轻骑集团在二级市场大量买进“琼海药”股票,获利 263 万元。该交易被认定构成内幕交易。^⑥

股权分置改革完成之后,上市公司股份不再区分为流通股和非流通股,是否收购人内幕交易的可能性就不再存在?从理论上分析,由于并购重组可能成功,也可能不成功,但并购重组对上市公司股价的影响却极为巨大。在并购重组的同时,“潜伏”在二级市场从事内幕交易,收益相比并购重组更为确定,因此,并购重组方仍有动机从事内幕交易。上文分析的黄光裕内幕交易案就是一个典型案例。不过 2000 年之后中国证监会基本上没有处罚过收购人或者并购重组方从事内幕交易的案例,而只是处罚了相关的个人。在黄光裕内幕交易案中,法院也驳回了律师认为该内幕交易为并购重组方——鹏润投资单位犯罪的辩护意见。

3. 亲属

《证券法》第 74 条规定的典型内幕交易者,都是公司或者相关机构的内部人员,不包括上述人员的亲属。然而实践中,这些典型内幕交易者个人可能并不从事内幕交易行为,而其亲属基于特殊关系,从而具有从事内幕交易的有利地位。此类交易的不公平性也是显而易见的,必须将其纳入禁止内幕交易的范围。

目前中国禁止内幕交易的法律制度中都未明确将内幕信息知情人的亲属纳入禁止范围。实践中,对于这些人员亲属的内幕交易,一般按照内幕信息知情人泄露信息给亲属来处理。在亲属关系下,很难直接证明信息的泄露,只能通过一些外在证据推定。中国证监会迄今为止处理了 3 起涉及内部人员亲属的内幕交易案件,都涉及夫妻间内幕信息的泄露,具体如何处理值得分析讨论。

界定分析夫妻间内幕交易的存在,首先需要明确夫妻双方中有一方获知了内幕信息。这点一般问题不大,难点在于如何证明内幕信息在夫妻间泄露、传递。在况勇等内幕交易案件中,况勇获知格力房产准备借壳海星科技的内幕信息,而其妻子张蜀渝则明确承认:自己在家中经常

^⑥ 《关于中国轻骑集团有限公司等机构和个人违反证券法规行为的处罚决定》(证监罚字[1999]20 号)。

听到况勇在电话中谈及海星科技卖壳的事情,获知该内幕信息,并推荐他人购买。^①这种自己承认内幕信息泄漏的情况,当然比较容易处理。

但更多的情况是当事人根本不承认信息泄漏,需要推定。在金峰、余梅内幕交易案中,金峰因为职务原因获知了泰达控股拟收购四环药业的内幕信息,其妻子余梅则利用一个亲属的账户买卖四环药业的股票。金峰不承认将该内幕信息告诉了余梅,认为内幕交易并不存在。中国证监会主要从两个方面推定余梅知晓内幕信息:(1)两人为夫妻,有共同的财产和利益,特别是该亲属账户的股票一般由金峰操作;(2)该账户买卖四环药业股票的指令虽然不是从金峰单位发出,但买入时间恰好在金峰得知内幕信息的第二天,卖出股票的时间在该股票停牌的前一天。交易与内幕信息的形成和发展高度吻合。^②其中股票交易状况与内幕信息形成发展的契合程度,是推定交易人知悉内幕交易的重要因素。在马中文等内幕交易案中,中国证监会就认定马中文妻子赵金香买卖 S*ST 光明股票的时间与内幕信息的形成、发展过程在时间上高度吻合。该案中,2007 年 12 月 20 日晚上十点才确定债务重组初步方案(本案中的内幕信息),赵金香在 21 日就清仓卖掉所有其他股票,将所有账户资金集中买入 S*ST 光明的股票。中国证监会还认为:赵金香清仓卖掉所有其他股票,全力买入 S*ST 光明股票的行为,表明其积极追求获取最大利益,说明其对内幕信息存在高度的确信,进一步证明其及时了解了债务重组谈判的结果。^③

需要注意的是,上述内幕信息在夫妻间泄漏的认定只是对事实的推定,可以被反面证据所推翻。不过目前需要什么样的反面证据才能推翻上述假定,则还不明确。在马中文等内幕交易案中,中国证监会认为:马中文在 2007 年 12 月 20 日晚达成债务重组协议后并未回家,而是直接前往北京等待审批结果及签署协议的事实,虽然说明马中文与其妻子可能在该内幕信息形成之际没有直接见面,但不能排除对内幕信息传递的推定。因为“现代信息传递方式多种多样”,两人可以很方便地进行

① 参见《中国证监会行政处罚决定书》(况勇、张蜀渝、徐琴)([2010]32号)。

② 参见《中国证监会行政处罚决定书》(四环药业金峰、余梅)([2009]4号)。

③ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(党建军、马中文等 4 名责任人)([2010]18号)。

联系,况且赵金香作为妻子可以通过马中文谈判后不回来而是直接到北京,就推知谈判结果。^④

认定夫妻内幕交易后,如何处理?在金峰、余梅内幕交易案和马中文等内幕交易案中,中国证监会都对夫妻两人一体处理,没收内幕交易的非法所得并罚款一倍,要求两人连带承担责任。在况勇等内幕交易案中,由于中国证监会认定内幕交易者另有其人,况勇只是泄露信息给妻子张蜀渝,而张蜀渝又泄露信息并建议他人买卖,因此,中国证监会只是对夫妻分别罚款3万元。

4. 道听途说者

有些人本身与上市公司并无任何关系,也并未打算通过收购或者其他方式与之发生关系,完全是基于运气,道听途说获得了内幕信息,并且其本人也并不因为某种地位而对证券市场负有责任,此种人利用该内幕信息,是否应当构成内幕交易?例如,某人在饭店吃饭时,听到隔壁客人讨论某上市公司的内幕信息后买入其股票;再如,某人因为居住在某上市公司厂房附近,看到该厂房发生火灾后,在上市公司公告前卖出了其股票。

此类情况是否纳入内幕交易的禁止范围,主要取决于各国在禁止内幕交易法律制度方面拟采取何种态度。如果是追求证券市场信息完全平等的,会将其纳入禁止范围。如果采所谓特殊关系理论的,则可能认为只是某些人运气好而已。我国《证券法》在内幕交易禁止方面其实并未采取信息完全平等理论,给某些合法获知内幕信息的交易者留出了交易空间,已如上述。但中国证监会在执法时采取何种态度,目前尚不明确。证监会的一些有关人士认为根据《上市公司信息披露管理办法》第4条规定,所有知情人都被纳入禁止内幕交易的范围。^⑤照此解释,上述行为当然也在禁止之列。

不过中国证监会在实践中几乎没有处理过此类案例。唯一一个类似案例是襄樊上证内幕交易案。在该案中,中国农业银行襄樊市信托投

^④ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(党建军、马中文等4名责任人)([2010]18号)。

^⑤ 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第4页。

资公司上海证券业务部(简称“襄樊上证”)在1993年9月16日晚,与深圳华阳保健用品公司双方业务人员洽谈业务时,谈及深圳华阳将大量购入延中股票的内容。襄樊上证在得知这一内幕信息后大量购入延中股票,被认定为内幕交易行为。^⑥这是中国查处的第一起内幕交易案,却是一个比较特殊的案例。此案中,襄樊上证虽然是从收购人那里得知收购的内幕信息,但其本人与上市公司、收购人都无特殊关系,可以说完全是无意中获知该消息。此种“意外的幸运”是否应当被允许?中国证监会在本案中采取了否定的态度。不过此后中国证监会再未处理过类似案例。

中国证监会目前在内幕交易的处罚决定上多次强调公平原则,认为禁止内幕交易的目的在于“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”。^⑦然而什么构成证券市场的公平,恐怕还需要更多明确的说明。^⑧因为证监会接下来就将分析局限于上市公司的董事、高管,认为这些人基于其职责而居于信息优势地位,他们进行的内幕交易,既违背了“对公司和股东承担的信义义务,更践踏了证券市场的公平原则”,还损害了“社会公众的投资意愿和市场信心”。^⑨上述因为幸运而获得内幕信息的人,是否损害了公平原则,是否损害了社会公众的投资意愿和市场信心?这些问题还需要中国证监会今后进一步明确。

四、内幕交易行为的客观方面

在内幕交易案件中,仅仅证明存在内幕信息,当事人属于典型的内幕交易者还不够,还必须证明当事人真正知悉了内幕信息。另外,按照

^⑥ 参见《中国证券监督管理委员会关于对中国农业银行襄樊市信托投资公司上海证券业务部违反证券法规行为的处罚决定》(证监发字[1994]13号)。

^⑦ 《中国证监会行政处罚决定书》(ST 黄海赵建广)([2009]17号)。

^⑧ 每个人对公平的理解可能都不相同,关于解释内幕交易与公平之间关系的一个努力,参见 Ian B. Lee, Fairness and Insider Trading, 2002 Columbia Business Law Review 119 (2002)。

^⑨ 《中国证监会行政处罚决定书》(ST 黄海赵建广)([2009]17号)。

《证券法》第73条的描述:似乎还应当证明当事人是“利用”内幕信息从事证券交易活动。

(一) 知悉内幕信息

虽然属于《证券法》第74条所规定的“内幕信息的知情人”,并不意味着该人对内幕信息就一定知悉。例如,发行人的董事、监事和高管虽然被列入内幕信息的知情人,但不同人在公司的地位不同,其对具体某项内幕信息的了解程度当然有所不同。例如,在马中文等内幕交易案中,马中文作为上市公司的董事长,自始至终参与了本公司的债务重组谈判,其对内幕信息的知悉根本就不需要更多证明。而另一位内幕交易者党建军身为上市公司的副总经理,平时并未参与债务重组事项,中国证监会必须证明其参加了通报债务重组谈判情况的董事会,才能证明其知悉了内幕信息。

多数情况下,内幕信息在公司内部的传递有迹可循,相关人等是否参与了该传递过程,可以查阅相关文件资料或者由他人证明,即使本人不承认知悉内幕信息,也比较容易从这些外部证据直接予以推定。但有时候,并无直接证据证明该人参与了内幕信息的传递过程,则需要使用更多环境证据予以推定。余鑫麒内幕交易案被称为第一起中国证监会采用环境证据推定内幕交易的案件,^⑦值得仔细研究。

在该案中,涉及两项内幕信息:一项是四川圣达2006年年报信息;另一项是四川圣达2007年中期业绩快报信息。余鑫麒身为四川圣达的董事、总经理,并不承认其知悉上述两项内幕信息,更不承认其从事了内幕交易。

对于第一项信息的传递过程,中国证监会收集的相关证据证明:2007年2月3日,审计机构对公司审计后基本确定了财务数据,编制了审计报告初稿;2月8日左右,审计人员与四川圣达董事长、财务总监进行了工作沟通,并将审计报告初稿通过电子邮件发给了财务总监;2月9日,四川圣达证券事务代表将召开董事会审议年报的事项,以电子邮件

^⑦ 参见“环境证据推定内幕交易 余鑫麒案水落石出”,<http://www.21cbh.com/HTML/2010-4-21/4NMDAwMDE3MzY4Ng.html>,2010年10月30日访问。同时可参见《21世纪经济报道》2010年4月20日。

或电话的方式通知了不在公司上班的董事,邮件内容包括年度报告初稿;并口头通知余鑫麒等在公司工作的董事,并没有直接向他们报送年度报告初稿;2月15日,董事会召开并通过了年度报告;2月16日公告年度报告。由于在此过程中并无直接证据证明余鑫麒收到了年度报告初稿,因此,中国证监会只能从余鑫麒在公司中的职责范围来认定其实际上知悉了年度报告的内幕信息。中国证监会认为:余鑫麒在公司担任董事、总经理,负责公司的生产经营管理工作,并向董事会报告工作,财务总监对其负责。因此他应当了解并掌握公司主要的经营情况与财务状况。并且中国证监会认为余鑫麒在内幕信息敏感期买卖四川圣达股票的时点与相关内幕信息生成、传递与公开的时点高度吻合,也间接证明了对内幕信息的确知。^①

以某人在公司的工作职责来推定其对内幕信息的掌握和知悉程度,有相当的根据和合理性。不过,这首先需要对涉案内幕信息的内容和种类做具体分析,才能将内幕信息的传递和涉案人士在公司中的职责建立起联系。本案涉及的第一类内幕信息为公司年报信息,该信息主要涉及公司在2006年全年的经营情况,作为公司总经理的余鑫麒不可能不了解。因此,尽管没有直接证据证明其接到了年度报告初稿,但可以合理推断其对该年度报告的主要内容有相当的了解。

但本案涉及的第二项内幕信息则有所不同。从本案情况来看,该项信息是2007年中期业绩快报信息。中国证监会认定:公司财务总监于2007年7月7日收集齐子公司相关报表,7月8日合并计算完相关指标后,发现中期指标较2007年一季度所做的中期报告预报会有较大差异,预期会出现较大增长(净利润较去年同期增长了1682%)。7月9日,公司编写了业绩快报的初稿;7月10日公布。虽然没有证据证明财务总监向作为总经理的余鑫麒汇报了该信息,但中国证监会仍然采用与上述相同的推定方法,推定余鑫麒作为总经理,实际了解该信息。但具体分析该信息内容,则会对上述推定的合理程度有所怀疑。该项中期业绩快报信息主要涉及的是四川圣达2007年上半年的盈利大大好过已经公告的预期,因此,公司才决定在正式中期报告披露之前公布所谓的业绩快报,

^① 参见《中国证监会行政处罚决定书》(余鑫麒)([2010]2号)。

提早告知市场该信息。换句话说,公司上半年盈利较好,是已经公告的内容,此项信息之所以会成为内幕信息,是在7月8日财务总监汇总所有子公司报表后才发现的新信息——实际盈利大大好于预报。因此,与年度报告主要涉及公司整体性和概括性的信息不同,本案第二项的业绩快报信息是具体的数据信息,该项信息是7月8日财务总监经过计算才产生的。中国证监会以公司其他人等认为余鑫麒应当了解公司2007年上半年业绩比第一季度的预报要好很多的言论,以其他董事认为余鑫麒应当了解煤炭、焦炭和钢材价格上涨会使公司业绩增长的言论,来证明余鑫麒基于其职责应当了解该信息,是不够的。因为上述这些信息都是公开信息,与本案的第二项内幕信息相关,但由于不具体、不确切,还不能构成内幕信息。举个例子就能明白:假设上述声称对公司上半年业绩非常看好的独立董事也在敏感期买入了四川圣达的股票,是否应当被认定为内幕交易?由于业绩快报不需要经过董事会审议,该独立董事又不在公司任职,因此可以合理推定其在业绩快报公告前应该没有机会获知该内幕信息,除非有直接证据证明其知悉了该信息内容。那为什么对余鑫麒要做相反推定呢?一个合理的理由是余鑫麒担任公司的总经理职务,财务总监直接受其领导,对其负责。因此,知悉该内幕信息的财务总监很可能私下向其有所泄漏,但由于信息流通方式多样化,很难找到直接证据。该推论有一定的合理性,与上文对夫妻间信息泄漏的推论类似。但一般而言,总经理和财务总监的关系,显然比夫妻关系要相对疏远很多。这种推论的可靠性要远远低于对于夫妻间信息泄漏的推定,必须附之以更多的证据,如平常该公司总经理和财务总监的实际关系如何等相关证据。

另外一个重要的,也是中国证监会已经采纳的推定证据是余鑫麒买卖股票的时点。四川圣达2007年7月8日形成上述中期业绩快报信息,7月10日公告,而余鑫麒在7月9日买入四川圣达股票,7月11日卖出。中国证监会认为余鑫麒交易股票的时点与内幕信息形成、传递和公开的时点高度吻合,是推定其知悉内幕信息的重要证据之一。以交易行为和内幕信息之间的关系作为推定的依据之一,在推定夫妻间信息泄漏中也得到了使用,作为辅助证据有一定的合理性,但推定的合理性较弱。如果能够附之以对交易方式的刻画(如卖出其他股票全力买入本公司股

票,或者交易金额占整个资金账户的金额较大等),也许推定的效果会更强一些。仅仅交易时点与内幕信息吻合的证据,还不能作为独立的推定证据,除非我国司法机构明确将其列举举证责任倒置的一种情况。

需要注意的是,在缺乏直接证据证明涉案当事人知悉内幕信息的情况下,无论是从其工作职责推定,还是附之以交易时点、交易方式等证据,都只是一种推定而已。尽管中国证监会目前采用了所谓“清楚而有说服力”的证据标准,但该推定仍然可能被相反证据所推翻。在余鑫麒案中,中国证监会强调“余鑫麒在四川圣达担任总经理期间均上班,未出现不在岗的情况”,就说明如果出现这种情况,就可以推翻上述推定。

对内幕信息知情人向其他人泄露信息的行为,如果要认定信息受领人从事了内幕交易,也需要认定该人知悉了该内幕信息。在缺乏直接证据证明泄露行为的情况下,认定信息受领人的知悉也只能采用类似的推定方式。不过这种推定要想达到“清楚而有说服力”的标准更为困难。目前中国证监会只在涉及夫妻间泄露的案件中有所适用,上文已述,此处不再赘述。

(二) 利用

对于内幕交易的认定是否需要证明行为人不但知悉了内幕信息,还“利用”了该内幕信息?在理论上一直存在争议。^⑩中国禁止内幕交易法律制度中存在的类似问题,并不仅仅是理论问题,还和我国相关法条存在矛盾有关。《证券法》第73条规定:“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”,明确规定了“利用”要素,而第76条则规定:“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券”,仅仅对内幕交易行为的种类进行了描述,没有“利用”要素。这两个法条之间是什么关系?立法者没有说明,学界至今也没有合理的解释,给适用上带来了很多困难。

目前中国证监会有关人士认为:“利用”要素在行政处罚中认定内幕交易时并不需要,因为《证券法》第202条关于内幕交易行政责任的规

^⑩ 相关文献很多,可参见 Karen Schoen, Insider Trading: the “Possession Versus Use” Debate, 148 University of Pennsylvania Law Review 239(1999)。

定中也没有规定“利用”。第202条在规定内幕交易的行政责任时,采用了基本上和第76条一致的表述,只客观描述了内幕交易的三种行为类型。论者因此认为:我国对内幕交易行为施以行政处罚时,采用的是客观标准。该条规定并不要求当事人有主观上的故意或者过失、动机或者目的,也未要求当事人的买卖行为是“利用”内幕信息。并且论者认为:因为行政处罚的重要目的在于有效实施行政管理,采用客观认定标准,便利证监会对内幕交易的认定和处罚,有助于打击内幕交易行为。^⑦

本文认为这种解释在理论上很难成立。《证券法》第202条对内幕交易行政责任的规定不是独立的,是必须结合《证券法》第73条至第76条的相关规定来解释和适用的。第73条至第76条规定了禁止内幕交易的行为规范,第202条则规定了违反这些规范的行政法律责任。虽然第202条在表述时直接描述了内幕交易的行为类型,但对这些行为类型的界定必须依据前面的行为规范条款。这是基本的法条解释规则。

不过,如果真的要求证监会在认定内幕交易时必须直接证明“利用”要素,会给禁止内幕交易的执法活动带来巨大的障碍。内幕信息的知情人在从事交易时是否“利用”了该信息?这看起来好像是一个客观的行为要素,但实际上是交易者的主观状态——因为需要判断交易者是根据什么因素做出证券买卖的决定,换句话说,要分析交易者的交易动机。这显然不能采用直接证明的方式,而只能从客观行为推导出主观状态。

中国证监会目前在执法中采用的推定方式比较简单:“根据《证券法》的规定,内幕信息知情人‘知悉’内幕信息后从事了相关证券的买入或者卖出,就可以推断其买卖行为系‘利用’了内幕信息,除非有充分的理由与证据排除这种推断”。^⑧

不过,什么样的情况可以达到推翻上述“知悉即利用”的推定,目前还没有足够的材料来进行分析。在瞿湘内幕交易案中,瞿湘在陈述申辩材料中提出,其购买“特力A”股票,没有主观利用内幕信息牟利的恶意

^⑦ 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第4页。

^⑧ 《中国证监会行政处罚决定书》(李际滨、黄文峰)([2010]29号)。

或故意,只是非常巧合地因为本人处于能够知悉内幕消息的地位,通过独立判断认为“特力 A”有潜力。中国证监会在行政处罚决定书中只是简单地写道:“我会认为,瞿湘的辩解,缺乏足够的证据支持,不足以排除对其内幕交易行为的认定”,^{⑦⑤}没有说明理由。在李际滨、黄文峰内幕交易案中,当事人提出其是基于自己对公司股票的独立分析判断做出投资决策的,没有利用内幕信息。中国证监会也简单认为:该辩解不足以推翻对其内幕交易行为的认定。^{⑦⑥}

在潘海深内幕交易案中,潘海深称其 4 月 16 日的抛售行为属于误操作,误将大唐电信股票当成其他股票全部卖出。中国证监会经调查后认定:“经查交易记录,其账户 4 月 16 日的操作只有这一笔,且至 2007 年 4 月 27 日,除申购新股外,其账户也未进行任何其他操作”,^{⑦⑦}换句话说,中国证监会认为该理由是伪造的。但如果该理由表面上看起来能够成立,能否推翻“知悉即利用”的推定?目前还不得而知。

据有关材料披露,在陈建良内幕交易案中,当事人提出的一个申辩理由是:被中国证监会认定涉嫌内幕交易的账户,都全权委托给曹某操作,曹某独立操作,当事人不干预,也没有告知其内幕信息。但论者认为:当事人委托几千万的资金给他人管理,不可能不关心该账户的股票交易情况;涉案账户的交易方式异常:该账户将 19 种股票全部卖出,集中交易涉及内幕信息的公司股票,表明账户操控者有很大嫌疑知悉内幕信息。^{⑦⑧} 但如果没有上述因素,也许委托交易是一个合理的推翻“知悉即利用”推定的理由。

具体何种因素可以用来推翻“知悉即利用”的推断?如果中国证监会能够明文规定一些常见的交易类型,类似“安全港”规则,则可以给当事人交易证券带来比较确定的指导,规范公司高管的股票交易行为。

从中国证监会处罚的内幕交易案例来看,本文认为还有一个重要的交易因素可以用来推翻上述“知悉即利用”的推断,那就是在内幕信息

^{⑦⑤} 《中国证监会行政处罚决定书》(瞿湘)([2008]49 号)。

^{⑦⑥} 参见《中国证监会行政处罚决定书》(李际滨、黄文峰)([2010]29 号)。

^{⑦⑦} 《中国证监会行政处罚决定书》(潘海深)([2008]12 号)。

^{⑦⑧} 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第 1 辑),法律出版社 2009 年版,第 31 页。

公开之前所完成的买卖交易。对此的分析涉及如何计算内幕交易的违法所得,我们放在下一部分来讨论。

五、违法所得的计算

内幕交易行为作为证券欺诈行为的一种,对其违法所得的计算影响到行政处罚和刑事责任的追究。《证券法》第202条规定:对内幕交易人,“责令依法处理非法出售的证券,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款;没有违法所得,或者违法所得不足三万元的,处以三万元以上六十万元以下的罚款。”可见在内幕交易行政处罚案件中,违法所得是计算罚款金额的基准。在刑事案件中,违法所得金额更是考虑情节严重的决定性因素之一,^⑦涉及是否追究刑事责任的根本问题。

如何计算内幕交易的违法所得,理论上有不同的说法,与计算目的密切相关。限于篇幅,本文不予讨论。不过简单描述一下内幕交易者获利的来源,会有助于厘清很多混淆的问题。

从理论角度来看,内幕交易者获利主要来自买卖证券的差价。但影响该差价的因素主要有两个:内幕信息和市场因素。前者和内幕交易密切相关,正是内幕交易人交易的目的;后者则是正常的市场价格波动,是任何同样持有股票的人都会面临的风险。

任何内幕交易者买卖相关证券,都是基于拥有了不为公众所知悉的信息,并且以为凭借该信息对相关证券价格的影响,能够获得不为他人所享有的“秘密”收益。正是这种“秘密”收益的存在,才界定了内幕交易在本质上的不公平性。而市场因素对价格的影响,则为所有投资者都享有,本身很难认为其不公平。不过在实践中,为了打击内幕交易行为,基于“不能让违法者从其违法行为中获利”的理由,也有人主张对于市场因素导致的内幕交易者的获利,也应当没收。考虑到内幕交易被发现

^⑦ 《最高人民法院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(公通字[2010]23号)中规定:“内幕交易涉嫌下列情形之一的,应予立案追诉:(三)获利或者避免损失数额累计在十五万元以上的”。

的比例较低,可以适当增加其惩罚性,上述主张有其合理性。

中国证监会目前在内幕交易的行政处罚案件中,基本上不做此种区分,导致在计算违法所得时存在大量的问题,更可能导致错误认定一些内幕交易行为,其中存在以下几个问题值得注意:

(一)是否需要区分市场因素

在赵建广内幕交易案中,作为公司董事、总经理的赵建广在获悉公司债务豁免的内幕信息后,于2007年8月10日至10月11日分次买入本公司股票319,200股,2007年11月6日,公司正式披露了上述债务豁免的消息。但赵建广此时并没有卖出股票。赵建广卖出所有本公司的股票是在2008年1月24日至5月30日期间,结果亏损35万元。^⑧亏损的原因也许是因为同期股市泡沫破灭,大盘从6000点急剧下跌。

该案由于内幕交易的实际结果是亏损,中国证监会只对赵建广处以10万元的罚款。但如果从理论角度分析,则赵建广内幕交易的收益和其实际损失之间并无直接关联,前者需要计算赵建广买入股票的平均价格和消息公布日股票的市场价格,而之所以发生损失,是因为赵建广坚持持有股票不卖出,自愿承担市场风险造成的。

因此,在这个案例中,中国证监会只计算内幕交易者的实际收益,而不区分内幕交易收益和市场收益的做法,实际上是减少了内幕交易的处罚力度。

不过,也存在另一种可能,即内幕交易者的实际收益由于市场因素的影响可能大于内幕交易收益的情况。在这种情况下,可以适用上述违法行为不能获利的理论,全部没收实际收益。换句话说,中国证监会计算违法所得时,可以在内幕交易的收益(理论上的)和内幕交易者的实际收益之间进行比较,取最大的那一个数值作为违法所得,予以没收,并以此计算罚款的基准。

也正是从这个角度我们可以理解为什么内幕交易即使亏损仍然应当承担责任。内幕交易亏损可能是基于两个原因:其一,市场因素对股价的影响,其二,内幕交易人错误估计了内幕信息对股价的影响。无论是哪个因素,从禁止内幕交易的角度来说,对内幕交易行为的违法程度

^⑧ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(ST 黄海赵建广)([2009]17号)。

都无影响,所以根本就不应当被纳入行政处罚时的情节考虑要素。中国证监会在多个内幕交易行政处罚案例中,都将内幕交易亏损作为一个考虑因素。^①这种做法值得斟酌。

(二) 不应被界定为内幕交易的交易

基于上述对内幕交易违法收益计算的理论,内幕交易的违法性主要表现为内幕信息影响股价所构成的内幕交易收益。因此,在内幕信息尚未对股价发生影响前所完成的买卖,则不能被视为内幕交易,或者应当被视为交易人没有“利用”内幕信息,推翻“知悉即利用”的推断,阻却对其交易行为违法性的认定。

以金峰、余梅内幕交易案为例。在该案中,中国证监会认定本案涉及的泰达控股借壳四环药业的信息在公开前为内幕信息,金峰作为并购一方的工作人员知悉该内幕信息,为内幕信息知情人。中国证监会通过环境因素推定金峰将该信息泄漏给了作为妻子的余梅,后者在该信息公开前买入了相关股票(2007年1月19日买入)。如果仅有这些因素,认定金峰、余梅上述交易构成内幕交易,一点问题都没有。但本案的问题在于,中国证监会同时认定:余梅于2007年1月22日卖出相关股票,获利2.2万元。^②需要注意的是:本案所涉内幕信息至3月12日才公开,理论上至迟到3月12日,内幕信息才会影响股价。因此在此前余梅虽然卖出股票获利,但该获利完全是市场因素所造成的,内幕信息没有发挥任何作用。

这与前述主张内幕信息公开后仍然持有股票时,市场收益也应没收的情况不同。在后种情况下,由于内幕信息已经公开,相关证券的价格既受到了内幕信息的影响,也受到了市场因素的影响。无论哪种影响效果大,内幕信息对股价的影响已经发生,内幕交易的目的已经实现,持有股票时间的长短,只是关乎内幕交易人对市场风险的偏好而已,与内幕交易本身的违法性无关。

而在内幕信息公开前就卖出了买入的股票,如本案这种情况,则内幕信息对股价的影响尚未发生,这时完成的交易即使获利,也完全是市

^① 例如,对瞿湘处罚,参见《中国证监会行政处罚决定书》(瞿湘)([2008]49号)。

^② 参见《中国证监会行政处罚决定书》(四环药业金峰、余梅)([2009]4号)。

场因素的影响,内幕信息没有影响股价。从内幕交易者的主观态度来说,其等于放弃了内幕交易的目的,而选择了享受市场收益。因此,本文认为,在内幕信息公开前就卖出了买入股票的情况下,应当认定交易者并没有“利用”内幕信息,推翻“知悉即利用”的推断,认定该交易不构成内幕交易。

从这个角度来说,对于《证券法》第76条所说的“在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券”中所说的“买卖”,只是买(当内幕交易者认为内幕信息利好时)或者卖(当内幕交易者认为内幕信息利空时)的单方交易,不是先买后卖,也不是先卖后买的完整交易。

另一种有趣的情况也与此理论相关,但还值得进一步思考。在耿佃杰内幕交易案中,涉案的一项内幕信息是大成股份与中国农业生产资料集团公司(以下简称“中农资”)实施资产重组的信息。该信息于2007年8月29日公布,作为董事长的耿佃杰在此前大量买入了本公司股票。但9月17日,大成股份又发布公告,称公司控股股东与中农资在重大问题上存在分歧不再商谈重组事宜。^③换句话说,该内幕信息涉及的资产重组被取消。而部分股票耿佃杰至10月15日才卖出。该部分交易是否构成内幕交易?在本案中,由于9月17日的公告取消了资产重组,内幕信息对股价不再发生影响。耿佃杰在此后10月15日卖出的股票,从理论上来说,股价应当不包括受到该内幕信息影响的因素。对于这部分交易,是否也可推翻“知悉即利用”的推断,不界定为内幕交易?

(三)避免损失型的交易

当内幕信息为利空消息时,内幕交易者会在信息公开前卖出股票,以避免股价下跌带来的损失。与获利型内幕交易需要先买后卖不同的是,避免损失型的内幕交易只需要交易一次。由于所避免的损失无法直接从买入和卖出的差价计算出来,对于避免损失型的违法所得,中国证监会就采用了本文上述理论所推崇的计算方法。这说明了该计算方法的合理性。

在内幕交易者的目的是避免损失时,中国证监会采用了以该内幕信息公告日作为计算基准日,以实际卖出时的股票金额减去卖出股票在计

^③ 参见《中国证监会行政处罚决定书》(耿佃杰)([2010]16号)。

算基准日的虚拟市值来计算违法所得(即避免的损失)的方式。具体公式如下:^④

违法所得(规避的损失) = 累计卖出金额 - 卖出证券在基准日的虚拟市值 - 交易费用

卖出证券在基准日的虚拟市值 = 卖出股票数量 × 基准日该股票的收盘价

这种计算方法当然还有值得商榷的地方,例如,是以基准日的收盘价,还是以当日平均价作为计算依据更为合适?但其主旨无疑是正确的。不考虑市场对信息的消化速度,公告日的股价就是受到内幕信息影响的价格,以此为计算基准,才能准确真实地反映内幕交易的收益。

但奇怪的是,在内幕信息为利好消息,内幕交易者试图先买后卖获利的所谓获利型内幕交易中,中国证监会却弃此方法不用,改用直接计算买卖差价的简单方法。监管逻辑不一致,也导致计算违法所得可能存在过少的情况,应当在今后改进。

另外,如果试图更为精细化地计算内幕交易违法所得,还应当允许涉嫌内幕交易者通过举证证明计算基准日所涉证券的价格有多少是受到市场因素的影响,证明能够成立的,该部分应当从计算违法所得中扣除。因为从理论上来说,即使在内幕信息公开的当日,对所涉证券价格发生影响的仍然会有内幕信息和市场两个因素。出于简化执法成本的考虑,监管者可以在计算违法所得时对此不再做区分,但应当允许交易者自己举证区分。

六、结论

本文以中国证监会自1993年以来处罚的所有内幕交易案例为分析对象,讨论了在这些案例中禁止内幕交易所存在的法律适用问题。实际上,由于缺乏更为具体的背景资料,也缺乏对具体案件的细节内容,更限

^④ 参见中国证监会行政处罚委员会主编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第20页。

于篇幅和研究者的能力,本文的研究只能是初步的。

本文的研究结论可以概括如下:

1. 内幕信息

(1) 对于《证券法》第 75 条没有列举的信息,以重要性作为判断标准,只要满足重要性标准,并且尚未公开,就可能构成内幕信息。将“老鼠仓”和“抢帽子交易”中的证券信息不列入内幕信息,有好处,但也有坏处,参考《刑法修正案(七)》的做法,将其列为单独的证券欺诈行为,比照内幕交易处理,也许是可以考虑的方式。

(2) 目前计算内幕信息敏感期的起算点,实际上是对内幕信息重要性的判定。本文认为计算敏感期的起算点其实没有必要。因为基于每个人在市场中的位置不同,其对内幕信息确定性程度的了解不同,对每个人来说,内幕信息形成的时间可能也是不同的。

(3) 公开时点的认定并非那么简单。一个内幕信息可能由不同部分组成,而各部分公开的时点也可能不同。可以区分各部分在整个内幕信息中重要性的不同,而衡量未公开部分的信息是否具备重要性,是否仍然构成内幕信息。

2. 内幕交易的主体范围

(1) 我国《证券法》第 74 条对内幕信息知情人的列举,说明了我国立法并未采取市场信息必须完全平等的理论,将所有知悉内幕信息的人都纳入禁止内幕交易的主体范围。中国证监会也未就此进一步做扩大性解释。

(2) 中国证监会处罚的内幕交易案例中很少涉及券商等中介机构,不利于券商内部信息隔离机制的建立。

(3) 《证券法》第 74 条对内幕信息知情人的列举范围过于狭窄,中国证监会在案例中认定了多种第 74 条规定之外的主体也构成内幕交易。这种认定虽然在中国证监会授权范围内,但应当通过规章的方式明确规定。

(4) 在内部人亲属从事内幕交易的认定方面,难点是如何认定内幕信息在夫妻间发生了泄漏。中国证监会通过案例确立了合理的推定方法。

3. 内幕交易的客观方面

(1) 对于内幕交易者知悉内幕信息的认定,在缺乏直接证据的情况

下,也只能采用推定的方式。中国证监会也通过案例确立了推定的方法。

(2) 对于利用内幕信息的认定,目前中国证监会采用“知悉即利用”的推定,但可用相反的证据推翻该推定。

(3) 本文提出:如果在内幕信息公开之前买入并卖出股票的,应当作为认定当事人没有利用内幕信息的直接证据,承认该交易不构成内幕交易。

4. 违法所得的计算

应当区分内幕信息对股价的影响(内幕交易的收益)和市场因素的影响(市场收益)。为了更好地打击内幕交易行为,可以将这两种收益中较高的一个作为违法所得的金额。

即使是初步的研究,也可发现,在禁止内幕交易的法律实践方面,中国证监会做出了多么巨大的努力!无论这些努力在某些方面是否还有值得商榷的余地,在理论上是否还存在争议之处,这种努力对禁止内幕交易法律制度的发展,特别是在中国证券法治化的发展中,都做出了不可忽视的贡献。