

传递型内幕交易中推定规则的理解与适用

——从苏嘉鸿案谈起*

高振翔**

摘要:传递型内幕交易是证监会查处的内幕交易主要案件类型,推定规则是传递型内幕交易案件认定的主要方法。苏嘉鸿案对于审视推定规则在传递型内幕交易案件中的理解与适用具有重要意义。内幕交易推定需把握好认定形成推定事实的关键证据、选取基础事实的证明标准、采信当事人不构成内幕交易的反驳等三个方面的问题。内幕交易推定的调查与认定优化,需要证监会提升执法精细化水平,同时在制度层面,强化证监会调查权约束力,明确以环境证据认定泄露责任,并分清推定规则的适用界限。

关键字:传递型内幕交易 推定规则 苏嘉鸿案

2018年7月17日,北京市高级人民法院在苏

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 中国社会科学院大学(研究生院)法学博士研究生,深圳证券交易所巡回审理协作部员工。

嘉鸿诉证监会行政处罚和行政复议决定上诉案中,以事实不清、程序违法为由判决证监会败诉,引发市场强烈关注。^[1]表面上看,证监会败诉是由于调查人员的执法疏漏导致据以推定内幕交易成立的基础事实存在缺失。深层次看,证监会败诉展现出司法规范证券执法权行使的努力,即通过树立“必须找到信息传递的联结人物”的调查标准和传递“从严把握内幕交易推定规则适用”的司法态度,限制证监会对内幕交易传递“关键联结点”的调查自由裁量权。

传递型内幕交易是内幕交易案件的主要类型,而推定则是认定传递型内幕交易的主要方法。内幕交易案情隐蔽,内幕信息知情人为了规避调查不直接利用控制账户进行交易,而是将内幕信息透露给亲属和熟人进行交易。鉴于这类内幕交易的调查和取证难度极大,证券执法机关更多依赖“环境证据”来形成逻辑判断,通过已知的基础事实来判定待证事实的真伪,进而确认内幕交易是否发生。苏嘉鸿案中,证监会采取了推定思路认定苏嘉鸿构成内幕交易。该案暴露出内幕交易推定规则在实践中存在的问题:关键证据的取证缺失导致推定事实所赖以成立的证据链条不成立;认定内幕交易构成“高度吻合”还是“较为吻合”上的左右摇摆导致证据达不到证明标准。与此同时,证监会对该类案件执法也存在困境:适用推定规则的边界和限度尚不明确;未认定泄露责任导致选择性执法;证明的高标准与证券稽查手段的有限性之间存在矛盾等。

本文以苏嘉鸿案判决作为引子,从内幕交易推定规则的法律规范出发,实证分析内幕交易推定的执法现状,在分析内幕交易推定的认定难点问题、执法困境基础上,借鉴域外规范和实践,提出推定型内幕交易的调查与认定优化建议。

[1] 参见网事君:《为何这起证券行政处罚被撤销 北京高院判决详解内幕交易调查规则与标准》,载北京法院网:<http://bjgy.chinacourt.org/article/detail/2018/07/id/3395185.shtml>,2018年8月6日访问。

一、内幕交易的推定规则

推定是法律领域处理认知局限的特殊方法,是基于某些举证困难甚至举证不能的特殊情况而设置的减轻举证方举证责任的证明方式。^[2] 内幕交易的推定规则主要规定在最高人民法院《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(以下简称《座谈会纪要》)和最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(以下简称《司法解释》)两份司法文件中。^[3]

(一)《座谈会纪要》关于内幕交易推定的规定

《座谈会纪要》第一部分是关于行政处罚案件的举证问题。该部分明确了在证券行政处罚中,只要行政机关掌握违法事实的主要证据,则可通过推定的方式认定当事人的行为构成违法。

《座谈会纪要》第五部分对内幕交易推定的具体适用作出规定。该部分以行为主体为标准,划分出五种不同的内幕交易情形,并对监管机构和被处罚人需要举证的事项逐一进行了列举。如果监管机构提供的证据足以证明待证事实,且被处罚人不能就其负担举证责任的反证事项进行证明,法院即可确认被诉处罚决定认定的内幕交易成立。(见表1)

[2] 参见劳东燕:《认真对待刑事推定》,载《法学研究》2007年第2期。

[3] 事实上,在两份司法文件出台之前,证监会也曾在余鑫麒内幕交易及短线交易案中通过事实推定的方式认定内幕交易。参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2010]2号)。

表 1 《座谈会纪要》关于内幕交易推定的适用情形

行为主体	监管机构负举证责任的事项	被处罚人负举证责任的事项
《证券法》第 74 条规定的内幕信息知情人(法定内幕信息知情人)	(1)该主体属于法定内幕信息知情人 (2)进行了与该内幕信息有关的证券活动	(1)相关证券交易活动可以作出合理解释;或 (2)其不存在利用内幕信息从事相关证券交易
法定内幕信息知情人的配偶、父母、子女以及其他有密切关系的人	(1)该主体是法定内幕信息知情人的配偶、父母、子女以及其他有密切关系的人 (2)其证券交易活动与该内幕信息基本吻合	
因履行工作职责知悉内幕信息的人	(1)该主体因履行工作职责知悉内幕信息 (2)进行了与该信息相关有关的证券交易活动	
非法获取内幕信息的人	(1)该主体非法获取了内幕信息 (2)进行了与该信息有关的证券交易活动	
与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触的人	(1)内幕信息公开前与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触 (2)其证券交易活动与内幕信息高度吻合	

该规则具有以下特点:

第一,“两步式”的证明结构。监管机构需首先证明基础事实成立,在基础事实成立的前提下,举证责任转移到被处罚人身上,如被处罚人对其负有举证责任的事项举证不能,则内幕交易违法事实成立。

第二,主次分明的举证责任。尽管《座谈会纪要》将部分事实的证明责任通过推定的方式适当向当事人进行了转移,证明当事人构成内幕交易的主要责任还在监管机构。而当事人只要证成反证事项之一,即可以否定构成内幕交易。

第三,梯度式的证明标准。行为主体与内幕信息知情人身份关系越

是紧密,相互之间传递内幕信息的可能性就越大,推定事实偏离客观真实的可能性就越小,因此,监管机构所要承担证明标准就越低,反之亦然。

第四,细致化的主体划分。《座谈会纪要》根据当事人是否基于其职务获取内幕信息、是否有《证券法》明确规定,将内幕交易主体划分为五类。其中,“因履行工作职责知悉内幕信息”这一对内幕交易主体的实质性界定,将上市公司并购重组、重大合同交易的对手方、撮合方,与上市公司形成持股关系、实际控制关系的相关方等《证券法》第74条没有明确列举但执法实践中经常遇到内幕信息知情方也纳入内幕交易规制的主体范围内。

(二)《司法解释》关于内幕交易推定的规定

《司法解释》沿用了《座谈会纪要》的推定逻辑。《司法解释》第2条第1款规定,非法获取内幕信息人员是指利用窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的人员。该款要求控方提供足以证明当事人采取了以上非法手段获取内幕信息的直接证据。而对于控方未能搜集到知情人向当事人传递内幕信息的直接证据情形,《司法解释》第2条第2款和第3款规定了以下推定规则。(见表2)

表2 《司法解释》关于内幕交易推定的规定

款项	行为主体	认定违法证明事项	阻却违法性事由
第2款	内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员	(1)该主体为内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员 (2)内幕信息敏感期内,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易 (3)相关交易行为明显异常	(1)有正当理由;或 (2)有正当信息来源
第3款	与内幕信息知情人员联络、接触人员	(1)内幕信息敏感期内,该主体与内幕信息知情人员联络、接触;和 (2)从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易 (3)相关交易行为明显异常	

该规定从内幕交易的主体身份、具体交易行为和交易是否异常〔4〕三个方面明确了控方的举证责任,只要控方搜集的证据足以证明以上认定违法的证明事项,且当事方不能证明阻却违法事由成立,即可推定当事方为非法获取内幕信息的人员。这将“非法获取”的内涵从传统的“利用骗取、套取、偷听、监听或私下交易等非法手段或通过非法途径”,扩展到了其他采用消极被动方法、甚至不具备违法性的方法“不该获得而获得”的情形中,扩大了非法获取内幕信息的人员范围。〔5〕与此同时,为保障当事人的抗辩权,防止内幕交易主体的不当扩大,《司法解释》第4条还规定了上市公司收购,按照事先订立的书面合同、指令、计划交易,根据被他人披露的信息交易等四种不构成内幕交易情形。

二、内幕交易推定的适用难点与问题

(一)内幕交易案件中适用推定规则的实证分析

苏嘉鸿案中,证监会以苏嘉鸿在内幕信息公开前与内幕信息知情人殷卫国频繁联络、接触,相关交易行为明显异常,且其没有提供充分、有说服力的理由排除其涉案交易行为系利用内幕信息,推定苏嘉鸿从殷卫国处知悉了内幕信息。〔6〕事实上,传递型内幕交易案件占据了证监会查处的内幕交易案件绝大部分,苏嘉鸿案所适用的推定模式在传递型内幕交易案件中被广泛采用。

表3以内幕交易主体作为划分标准,统计了证监会(不含各地方局)2016~2018年上半年各类型内幕交易案件处罚情况。这一时期,证监会共对79件传递型内幕交易案件作出处罚,其中适用推定规则案件高达68件,占传递型内幕交易案件比例约86%,占全部内幕交易案件比例约67%。以直接证据认定的传递型内幕交易案件均同步认定了泄露内幕

〔4〕对于交易行为明显异常如何判定问题,《司法解释》第3条从时间吻合程度、交易背离程度和利益关联程度等与涉案交易行为紧密相关的各方面指标出发,给出了判定交易行为是否构成明显异常的方法。

〔5〕参见刘宪权:《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》,载《法学家》2012年第5期。

〔6〕参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》(〔2016〕56号)。

信息责任,但以推定规则认定的传递型内幕交易案件中仅有1件认定了泄露责任。

表3 2016~2018年上半年内幕交易案件处罚情况 单位:件

时间		2016年	2017年	2018年上半年
知情人内幕交易		13〔7〕	9	2
传递型 内幕 交易	直接证据认定传递	8	2	1
	其中:同步认定了泄 露内幕信息责任	8	2	1
	适用推定规则	35	22	11
	其中:同步认定了泄 露内幕信息责任	0	0	1
总数		55	33	14

表4以法律规范作为划分标准,对表1适用推定规则的内幕交易案件作了进一步梳理。在68件适用推定规则的内幕交易案件中,适用《座谈会纪要》第5条第2项,即知情人向近亲属和关系密切人传递内幕信息案件共11件,而适用《座谈会纪要》第5条第5项,即知情人向接触联络人传递内幕信息(苏嘉鸿案的推定模式)案件共57件。

**表4 2016~2018年上半年适用推定规则的内幕交易案件
处罚情况(按适用规范分类)**

适用规范	传递类型	案件年份	数量(件)	总数(件)
《座谈会纪要》第 5条第2项	向近亲属和关系 密切人传递内幕 信息	2018年上半年	4	11
		2017年	3	
		2016年	4	
《座谈会纪要》第 5条第5项	向接触联络人传 递内幕信息	2018年上半年	7	57
		2017年	19	
		2016年	31	

〔7〕 其中吴伟钢、蒋明、杨曲凭内幕交易案(《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》〔2016〕78号),吴伟钢为知情人内幕交易,蒋明、杨曲凭为传递型内幕交易,此案分别统计入知情人内幕交易及传递型内幕交易项目中。

表5以传递次数作为划分标准,对传递型内幕交易案件作了进一步分析。在79件传递型内幕交易案件中,内幕信息经过一手传递的案件有73件,经过二手传递的有6件。经过二手传递的6件案件全部适用了推定规则。

**表5 2016~2018年上半年传递型内幕交易案件
处罚情况(按适用传递次数分类)**

传递次数	数量(件)
一次传递	73
二次传递	6

根据以上分析,适用推定规则的内幕交易案件呈现出三个特点:

一是行为的推定性。推定是证监会查处传递型内幕交易的主要方法。尽管推定构成了“行政相对人主张,行政机关举证”这一行政处罚举证责任分配原则的例外,如果要求行政机关必须搜集和掌握当事人证券违法的全部证据才能作出处罚,则可能导致行政机关难以对证券违法行为实施有效规制。

二是传递的涉众性。商业社会的信息流动方式多元、流动速度加快,传递型内幕交易的信息传播路径更长、范围更广。在68件适用推定规则的内幕交易案件中,内幕信息传递的对象大多是接触联络人,向近亲属或关系密切的人传递内幕信息的案件仅有11件。执法实践中,也出现了涉及二次传递的长距离内幕交易案件。例如,王智元内幕交易案中,俞某强为内幕信息的知情人员,证监会先是根据俞某和俞某强的父子关系、共同生活事实和敏感期内接触联系,认定俞某从俞某强处知悉了内幕信息,再根据王智元与俞某的密切关系、敏感期内多次通话联系和交易异常等情况,认定王智元从俞某处知悉了内幕信息。此案中,内幕信息知情人为内幕信息的第一层级持有人,是内幕信息生成的决策人员;知情人的近亲属为第二层级持有人,是内幕信息的中转站;内幕交易的实施者则是知情人近亲属的朋友,是内幕信息的第三层级持有人。内幕信息传递链条的延长,使得内幕信息持有人朋友的朋友、朋友的亲友、亲友的朋友、朋友的配偶和配偶的朋友等各类型第三层级信息使用人越来越多地成为内幕交易的实施者。

三是交易端与泄露端查处的不匹配。在 68 件适用推定规则的内幕交易案件中,仅有 1 件追究了内幕信息传递人的泄露责任。尽管部分案件中,行为人采取窃取、骗取、套取等非法手段获悉内幕信息,知情人并无泄露内幕信息的故意。但交易端与泄露端查处的不平衡,特别是适用推定规则的内幕交易案件大多没有认定泄露责任,反映出现有规则下,证监会在追究泄露内幕信息责任上存在困难。

(二) 内幕交易推定的适用难点解析

1. 如何认定形成推定事实的关键证据

如何认定基础事实,并加以适当运用,形成可以指向法律真实的证据链,是证券执法机构认定内幕交易推定成立的关键。苏嘉鸿案中,法院明确指出,证监会对基础事实承担举证责任是苏嘉鸿对推翻基础事实和推定事实承担举证责任的前提和基础。正是由于证监会对基础事实的举证不足,导致了苏嘉鸿内幕交易的推定被推翻。

借鉴刑事司法中的罪质和罪量要素理论,基础事实的认定需综合把握证据的内在特质和数量要件。^{〔8〕}内在特质指单个证据的证明深度和证明力度,是评价证据证明效力的纵向视角,数量要件则指证据的数量、频次和单个证据之间的相互印证程度,是评价证据证明效力的横向视角。从证据的内在特征和数量要件两个维度出发,当证据达到较高的确信度时,证据所指向的基础事实才成立。下面以“行为人知悉内幕信息”和“交易行为明显异常”证明为例,说明如何通过证据的质与量认定基础事实。

当事人知悉内幕信息是内幕交易成立的重要前提。实践中,当事人自认其知悉内幕信息的情况极为少见,证券执法机构不得不通过间接证据推定当事人知悉。从质的方面把握间接证据,包括通过当事人的职务、职责等判断其接触内幕信息的可能性,以及通过当事人与内幕信息知情人的固有关系、固定联系和利益相关程度,推断其获得内幕信息的可能性等。从量的方面,则包括比较当事人与知情人见面、电话、短信、

〔8〕 罪质,指的是某一行为构成犯罪的内在根据和特质,而罪量指在具备犯罪构成本体要件的前提下,表明行为对法律侵害程度的数量要件。参见刘宪权:《金融犯罪刑法学新论》,上海人民出版社 2014 年版,第 50 页;陈兴良:《作为犯罪构成要件的罪量要素:立足于中国刑法的探讨》,载《环球法律评论》2003 年第 8 期。

邮件等接触、联络的密度,是否与内幕信息形成前存在差别,以及分析接触联络的时间是否足以传递内幕信息等。例如,李晓辉内幕交易案中,证监会一方面搜集了内幕信息知情人与内幕交易行为人密切联系的证据(如邻居关系、相互介绍商业机会等);另一方面,获取了内幕信息敏感期内,知情人与行为人的多次通话联系记录,特别是内幕信息形成关键时期的通话频次、密度,从质和量多个角度形成了较为完整的证据链条。^[9]

交易行为异常也是推定内幕交易成立的重要因素。由于内幕信息的知情人员实际掌握对证券交易价格产生重大影响的未公开信息,其在该信息公开之前买卖相关证券,交易行为往往与不掌握内幕信息的普通行为人相异,这种异常性即表明其交易行为与内幕信息存在关联。对异常性的判定需要从“质”与“量”两方面综合与交易相关的各个因素。从质的方面把握交易行为是否异常,包括行为人是否在内幕信息形成、发展与变化的特定时间节点上从事证券交易,资金来源是否为自有资金,是否存在借贷、配资等杠杆手段放大交易,买卖行为是否明显与平时交易习惯不同,是否存在借用账户、突击开户等情形,通过分析当事人的买入意愿、行为特征、交易风格判定交易异常。从量的方面把握交易行为是否异常,包括从事交易所动用的资金量,是否亏损卖出其他股票并全仓买入标的股票,接触联络与交易标的股票的时间间隔,交易实施具体价格、数量等,通过分析当事人的交易频次,买卖价量,交易背离程度判定交易异常。如郭玮内幕交易案中,证监会从交易时点、交易手段(借用账户、突击开户等)、资金来源等多角度证明当事人的交易行为具有异常性。^[10]

2. 如何选取基础事实的证明标准

证明标准是指运用证据证明待证事实所要达到的程度。《行政处罚法》第30条规定:“公民、法人或者其他组织违反行政管理秩序的行为,依法应当给予行政处罚的,行政机关必须查明事实;违法事实不清的,不得给予行政处罚。”《行政诉讼法》第69条从对行政处罚进行司法审查

[9] 参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2018]19号)。

[10] 参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2018]38号)。

的角度,规定“行政行为证据确凿,适用法律、法规正确,符合法定程序的,或者原告申请被告履行法定职责或者给付义务理由不成立的,人民法院判决驳回原告的诉讼请求”。然而,何为事实清楚、如何才达到证据确凿,《行政处罚法》和《行政诉讼法》没有给出具体、明确和可操作性的规定,这导致个案裁判缺乏清晰的适用指引。在内幕交易处罚涉诉案件中,就有当事人主张大额罚款的行政处罚应当适用刑事证明标准。^[11]

根据学界通说,刑事诉讼适用排除合理怀疑标准,民事诉讼适用优势证据标准,行政诉讼适用介于合理怀疑标准和优势证据标准之间的明显优势证据标准。但以上划分并不绝对,行政证明标准具有灵活性特征,行政证明标准应当与行政案件的具体性质和严重程度成比例关系,案件越重大复杂,证明标准应当越高。^[12]对于适用推定规则的内幕交易案件,法院在苏嘉鸿案中主张适用更高的证明标准,法院认为,内幕交易行政处罚对当事人合法权益产生巨大影响,更高的证明标准体现了平衡当事人权益保护的司法导向,也与当事人利益受影响程度相适应。

事实上,《座谈会纪要》在知情人向第三人传递内幕信息,第三人行行为构成内幕交易的证明上,采用的是交易活动与内幕信息“高度吻合”标准。相比“基本吻合”“较为吻合”等标准,“高度吻合”标准可供监管机构自由裁量的空间更小,证明要求更高。“高度吻合”标准意味着,具有一般认知水平的普通人,在比对交易行为和内幕信息之后,都足以产生当事人利用了内幕信息进行交易的确信。“高度吻合”虽然达不到排除合理怀疑的证明程度,但远高于民事诉讼的优势证明标准,类似于普通法中的“清楚、明确、令人信服的标准”。这要求,首先,行政机关用以定案的证据必须确实、清楚,且证据与认定结论之间具有清楚的证明关系;其次,根据证据认定的结论是可信的,虽然从相同的证据得出的结论可能不是唯一,但是从相同证据中能够令人信服地得出行政机关得出的

[11] 例如,周继和诉证监会行政处罚案。尽管法院最终认定原告主张缺乏法律依据,但正是因为规则上的笼统模糊,使得对行政处罚证明标准的分歧长期存在。参见《北京市高级人民法院行政判决书》(2017)京行终2804号。

[12] 参见曹恒民:《行政诉讼中证明标准的重构》,载《法学杂志》2012年第8期。

结论;最后,行政机关提供的证据相比当事人提供的证据具有明显优势。^[13]

遗憾的是,苏嘉鸿案中,证明标准问题并未引起证监会的足够重视。处罚决定中,证监会认定苏嘉鸿与殷卫国接触联络且交易标的股票时点与内幕信息进展情况“高度吻合”,但到了复议阶段,证监会却认为苏嘉鸿买入标的股票的时点与内幕信息的形成过程“较为吻合”。与“较为吻合”相比,“高度吻合”所要求的证明标准更高,证据要求更为严格。从“高度吻合”到“较为吻合”的修正客观上降低了内幕交易推定的证明程度要求,最终导致法院判定证监会复议决定错误。

3. 如何采信当事人不构成内幕交易的反驳

在适用推定规则的内幕交易案件中,当监管机构完成当事人构成内幕交易的证明责任后,举证责任便转移至当事人一方。具体而言,当事人可以证明其完全不知悉内幕信息,或切断知悉行为与交易行为的联系,以推翻其实施内幕交易的推定。

(1) 没有利用内幕信息的抗辩

当事人是否利用了内幕信息,是对行为人已经完成的交易决策行为当时的主观心理或动因的判定,很难用直接证据加以证明。监管机构往往通过查证行为人的交易异常性进而推定当事人是否利用内幕信息,即通过当事人的客观行为判定其主观状态。

实践中,当事人常常以“熟悉特定行业、拥有特定行业投资经验、过去关注并交易涉案股票、长期采用在特定时间段集中资金交易特定股票投资”“根据新闻报道以及专业人士推荐”“对股票基本面向好的判断及对类股进行对比的基础上进行交易”等理由证明其交易行为并不异常。^[14] 苏嘉鸿在处罚阶段及诉讼阶段也提出,其作为专业投资者,买入标的股票是根据相关投资公司的研究报告,其账户开户时间较早,交易

[13] 参见张承祯:《行政诉讼中的证明标准》,载《前沿》2010年第1期。

[14] 例如,李晓辉内幕交易案,参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2018]18号);王守武内幕交易案,参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2018]20号);王爱英内幕交易案,参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2018]21号)等。

过程中存在反向交易情况,因而交易不具备异常性。^[15]

但这些内容空洞、指向宽泛的反驳理由一般不被监管机构和司法机关采信。这是因为,证券行情受多种因素影响,投资者的具体投资行为是市场信息、公司基本面、市场氛围等多因素叠加结果。当事人以其投资经验丰富,对公司发展有信心等理由进行抗辩,由于无法完全切断交易行为与内幕信息的联系,不足以排除其交易行为是基于内幕信息的嫌疑,无法让裁判者信服投资者所进行的交易与内幕信息无关。

(2) 不知悉内幕信息的抗辩

调查中,监管机构往往只能获取当事人与知情人发生了接触、联络的事实,无法获知联络的具体内容。有当事人因此提出,当事人与知情人的联络内容不涉及内幕信息,监管机构仅以敏感期内当事人与知情人发生了接触、联络即认定内幕信息传递,没有事实依据。^[16] 苏嘉鸿在诉讼中也提出,其与内幕信息知情人殷卫国之间并无密切关系,只有一些日常联系,没有任何利益往来,也没有从殷卫国处获悉内幕信息。^[17]

事实上,当事人与知情人在敏感期内发生接触、联络仅是监管机构认定内幕交易的诸多要素之一,当事人获悉内幕信息的可能性、交易行为的异常性、交易行为与内幕交易的吻合程度等也是当事人构成内幕交易的重要证据。张海光诉证监会案中,法院指出,对无直接证据证明原告知悉内幕信息并实施内幕交易行为,需要结合内幕信息敏感期内有关账户的实际控制人、交易特征、资金进出情况、涉案人员的通讯时点、人员关系等综合分析,并与内幕信息的形成发展过程进行吻合度比对。^[18] 颜玲明诉证监会案中,法院明确,敏感期内的通讯联系仅为考量原告行为是否构成内幕交易的因素之一,故即便不考虑原告与知情人之间存在

[15] 参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2016]56号);网事君:《为何这起证券行政处罚被撤销 北京高院判决详解内幕交易调查规则与标准》,载北京法院网:<http://bjgy.chinacourt.org/article/detail/2018/07/id/3395185.shtml>,2018年8月6日访问。

[16] 例如,《北京市第一中级人民法院行政判决书》(2016)京01行初643号。

[17] 参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2016]56号)。

[18] 参见《北京市第一中级人民法院行政判决书》(2016)京01行初643号。

通讯联系的具体细节,在对原告交易行为特征等诸多因素综合分析的基础上,亦可对原告内幕交易行为的性质进行认定。^[19] 这表明监管机构只要证明存在接触联络即可,不需要证明接触联络的内容是否涉及具体内幕信息。

(3) 何种抗辩构成有效抗辩?

那么,当事人的何种抗辩才能构成排除内幕交易的正当理由或正当信息来源? 证监会《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第19~20条和《司法解释》第4条列举了上市公司收购、履行法定或约定义务的交易行为、基于已披露或确信已披露信息进行交易、不知道相关信息是内幕信息、依据其他公开信息交易等几种不构成内幕交易的抗辩事由。这些抗辩事由,一是目的明确,如上市公司收购,交易的目的是获取上市公司的控股权,并非低吸高抛的内幕交易短线逐利行为;二是边界确定,如履行法定或约定义务的交易行为,交易的方式、数量、时点事先确定,并不以内幕信息的生成发展产生改变;三是内容具体,如基于已披露或确信已披露信息进行交易,交易行为与公开信息具有紧密的关联关系。这与笼统地关注、研究、看好上市公司等抗辩事由在证明力和说服力上明显不同。当事人抗辩只有能有效切断交易行为与内幕信息的联系,有效排除其利用了不平等信息优势的嫌疑,才能得到监管机构和司法机关的采信。

(三) 内幕交易推定在实践中的问题

1. 适用推定规则的边界和限度尚不明确

《座谈会纪要》和《司法解释》中的推定规则,主要适用于内幕信息知情人的近亲属、密切关系人和联络接触人等主体,针对的是内幕信息从知情人向上述主体传递的一次传递过程,不涉及多次传递。所谓多次传递,是指内幕信息经过两次或以上次数传递到达内幕交易行为人。实践中,存在知情人的近亲属、有密切关系人和联络接触人等知悉内幕信息主体二次传递内幕信息的可能性。

对于二手以上人员是否可以适用推定规则追究法律责任,当前立法尚未明晰,个案处理的情形也十分有限。例如,齐建湘内幕交易案,内幕

[19] 参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2016]56号)。

信息传递路径为季某某—陈某某—齐建湘。由于季某某向陈某某传递内幕信息适用了推定规则,为了避免“二次推定”,证监会将陈某某认定为齐建湘的代理人(陈某某受聘于齐建湘公司),两人看作同一的利益共同体,进而认定齐建湘构成内幕交易。又如,李世平内幕交易案,内幕信息传递路径为于某翔—赵某一李世平,根据推定规则,证监会认定赵某为非法获取内幕信息人员。虽然调查未能获取赵某与李世平进一步联络、接触,传递内幕信息的证据,证监会基于赵某与李世平的夫妻关系和共同生活事实,认定李世平构成内幕交易。^[20] 上述两案件中,证监会根据传递双方具有密切关系的事实,在不掌握具体传递证据的情况下,认定了二次传递事实的发生。但内幕信息经过多手传递,准确性、时效性均已降低,取证的难度也更大。随着信息传递的链条不断延长,在推定规则的边界和限度尚不明确的情况下,推定规则的适用存在挑战。

2. 未认定泄露责任导致选择性执法

对于泄露内幕信息与内幕交易是否需要同时认定,一直是被诉内幕交易处罚案件中的焦点问题。当事人往往诉称,行政处罚机关未认定内幕信息知情人泄露,不能单方面认定非内幕信息知情人利用内幕信息进行交易。^[21] 从《座谈会纪要》和《司法解释》的规定看,监管机构可以通过环境证据以推定方式认定行为人构成内幕交易,这种推定并不以认定知情人泄露内幕信息作为前提。^[22] 但由于《座谈会纪要》和《司法解释》未明确可以适用于内幕信息泄露人的泄露行为,在缺乏直接证据的情况下,执法实践往往只认定和处罚内幕交易行为,而未对泄露行为作出认定和处罚。^[23] 如2018年上半年18份传递型内幕交易行政处罚决

[20] 类似案件还有王智元案,参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2016]18号)。

[21] 例如黄芝颖诉证监会案,参见《北京市第一中级人民法院行政判决书》(2016)京01行初245号;颜玲明诉证监会案,参见《北京市第一中级人民法院行政判决书》(2017)京01行初148号等案例。

[22] 这也得到近年司法判例的认可,在黄芝颖诉证监会案中,法院认为,内幕信息知情人未因泄露内幕信息被处罚,但不影响证监会认定黄芝颖非法获取了内幕信息。参见《北京市第一中级人民法院行政判决书》(2016)京01行初245号。

[23] 同注[27],第66~67页。

定书中,仅有一份决定认定了知情人的泄露责任。^[24] 苏嘉鸿案中,证监会也未对内幕信息的来源人和传递人作出认定。从逻辑周延的角度分析,既然证监会已经认定内幕交易的行为人从内幕信息的知情人处获悉了内幕信息,并利用该信息从事了内幕交易,理应进一步认定内幕信息的知情人是否存在泄露内幕信息责任。尽管实践中,采取直接方式泄露内幕信息情况为少数。多数情况下,泄露人为了规避法律,采取了更隐晦方式将内幕信息透露给他人。但这种间接型泄露内幕信息的方式,与直接泄露内幕信息,在本质上并无不同。内幕交易的行为人受到处罚,而作为其内幕信息来源的传递人却逍遥法外,这给社会公众以证监会选择性执法的疑虑。^[25]

3. 现有的稽查手段难以满足推定证明的高标准

对传递型内幕交易的调查取证,要达到何种程度才算事实清楚、证据充分,这一直是困扰调查和审理人员的难点问题。对此,苏嘉鸿案中,法院指出,对于传递型内幕交易案件中起着关键联结点的知情人,证监会必须穷尽必要的调查方式和手段对其进行调查询问,对该类涉案人员进行调查了解,证监会不存在裁量空间。

相比知情人从事内幕交易案件,传递型内幕交易案件内幕信息传递链条较长,传递联结节点上的知情人较多,对于环境证据的搜集,对每一个涉案当事人调查了解的程度要求应该更高。但现有的稽查手段,面对更高标准的证据证明要求,可能面临窘境。根据《证券法》第180条的规定,证监会稽查执法权限主要包括现场检查权,进入涉嫌违法行为发生场所调查取证权,询问权,要求提供说明权,查阅、复制、封存权,查询资金账户、证券账户和银行账户权,冻结、查封权和限制交易权等八种。尽管上述稽查执法措施既包括对“人”的调查措施,又包括对“物”的调查措施,具备强制效力仅有冻结、查封两项。冻结、查封是对涉案当事人涉案财产或证据进行暂时性控制的行为,是针对财产的强制措施,对当事

[24] 数据来源于中国证监会官网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xzcfw/>,2018年8月6日访问。

[25] 参见周天舒:《证监会对内幕信息传递人的选择性执法研究——以2011年、2015年内幕交易案件为样本》,载《北方法学》2017年第5期。

人人身不产生强制拘束力。^[26] 调查手段偏弱使证监会在面对当事人不配合调查的案件中,容易陷入无法查清事实的困境。

而在面对特殊被调查主体时,取证可能更为困难。目前大量国有参控股上市公司,其行政级别很可能比执法部门更高。这些国有参控股上市公司及其主管部门的相关人员大多有行政级别,执法人员在调查时存在顾忌。执法实践中,他们也容易抗拒调查,或以“要有关部门”批准为由不配合调查,或以“涉及个人隐私”为由拒绝手机等信息取证,给调查取证制造诸多障碍。

三、内幕交易推定的调查与认定优化

(一) 内幕交易推定的域外规范与实践

以间接证据推定当事人知悉内幕信息也是美国内幕交易执法和司法中的常用方法。在 *United states v. Mooney* 案中,法院指出,欺诈意图不需要直接证明,而是能够从与被告行为有关的事实和环境当中推论得出。^[27] 美国法院通常根据以下间接证据认定内幕信息发生了传递:一是信息传递人和受领人之间的异常接触。在 *SEC v. Suman* 案中,法院认定一对分居两地的夫妻在内幕交易的前一天晚上长时间通话为异常接触,结合其他证据认定内幕信息发生了传递。^[28] 二是传递人和受领人在内幕交易前后的异常资金往来。在 *SEV v. Truong* 案中,虽然没有传递人和受领人之间的通话记录作为直接证据,法院以双方在内幕信息敏感期内异常资金往来(传递人事先将资金转给受领人,内幕交易获利后再由受领人将资金转回给传递人)和其他间接证据认定内幕信息发生了传递。^[29] 三是行为人异常交易情况。在 *SEV v. Truong* 案中,当事人卖空股票的金额相当于其净资产,法院认为,理性投资者是不会贸然作

[26] 执法实践中,证监会为防止涉案嫌疑人出境逃避法律责任,还会申请通过公安机关采取限制其出境的边控措施。

[27] See 699 F. 2d 47 (1 st Cir. 1983).

[28] See 684 F. Supp. 2d 378 (S. D. N. Y. 2010).

[29] See 98 F. Supp. 2d 1086 (N. D. Cal. 2000).

出如此重大投资决定,相关交易存在异常性。^[30] 四是行为人的其他异常举动。在 SEC v. Euro Security Fund 案中,被告在案发后故意销毁其与知情人的通话联系记录,且在接受调查时回答前后矛盾,在结合其他间接证据的基础上,法院认定被告知悉了内幕信息。^[31]

在间接证据达到何种程度才能进行推定的问题上,美国联邦法院的判例产生分歧。在 SEC v. Adler 案^[32]和 SEC v. Ginsburg 案^[33]中,法院认为只要证明当事人之间有接触,并且接触之后发生了交易,就可以推定内幕信息发生了传递。但 SEC v. Truong 案中,法院却认为,仅有接触和交易的事实是不够的,要证明内幕信息的传递,还要有更加细致的、足够的其他证据因素(plus factor)。如果缺乏足够的其他证据因素,关于内幕信息传递的认定,只能算是怀疑或者推测,而不构成认定内幕交易所需要的推断。^[34] 总的来说,在美国内幕交易执法实践中,内幕交易推定要获得法院支持,需具备几个条件:一是据以推定的每一个间接证据都要客观、真实;二是推定事实和间接证据之间存在高度盖然性;三是在足够的间接证据基础上进行逻辑推理,使得各个间接证据之间环环相扣,形成完整的证据链条。^[35] 需要注意的是,尽管间接证据可以用于推定,执法机关也可以将知悉内幕信息的证明责任转嫁给被告,推定在刑事诉讼中是不被允许的。^[36] 此外,如果推定的环节过多、链条过长、基础过弱,推定结论的说服力会受到影响。^[37] SEC v. Rorech 案中,由于传递人和受领人之间建立起了完备的信息隔离墙,法院判定关于内幕信息传递的推定不成立。^[38]

内幕交易推定的执法实践也存在于其他法域。英国执法机关将交

[30] 同上注。

[31] See 2000 WL1376246 (S. D. N. Y. 2000).

[32] See 137 F. 3d 1325 (11 th Cir. 1998).

[33] See 362 F. 3d 1292 (11 th Cir. 2004).

[34] 参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2018]18号)。

[35] 参见 United States v. Larrabee, 240 F. 3d 18 (1st Cir. 2001); 曹理:《证券内幕交易构成要件比较研究》,法律出版社 2016 年版,第 319 页。

[36] 参见曹理:《证券内幕交易构成要件比较研究》,法律出版社 2016 年版,第 325 页。

[37] 参见张子学:《浅析“知悉”内幕信息的证明》,载《证券法苑》(第 4 卷),法律出版社 2011 年版,第 153 页。

[38] 720 F. Supp. 2d 367 (S. D. N. Y. 2010).

易异常作为认定内幕交易的重要间接证据。TTP 公司内幕交易案中,当事人与知悉内幕信息的人具有亲属关系,两人在接触后,当事人“异常幸运地”买入了从来没有交易过的股票,并将利润一半分与内幕信息知情人,被认定为内幕交易。^[39] 新加坡则将内幕交易推定的主体范围严格限制在董事、高管等能够直接接触到内幕信息的关联人,控方需要证明行为人所掌握的内幕信息并非公众可以普遍获得的信息,与此同时,被告具有反驳推定成立的权利。

(二) 具体优化路径探析

推定规则在认定传递型内幕交易中发挥着重要作用,域外的规范和实践大多也对内幕交易推定予以认可。但推定方法对当事人的权利保障产生实质性影响,各国执法和司法机关大多严格限制其适用范围和条件。结合苏嘉鸿案启示,要进一步优化内幕交易推定的调查与认定,需提升证监会执法的精细化程度,同时在制度层面,强化证监会调查权,明确间接证据认定泄露责任,并分清推定的适用界限。

1. 基础事实取证应更为扎实充分

证监会在苏嘉鸿案中的取证疏漏,特别是联系殷卫国的方式不够全面,在向殷卫国调查了解时遗漏了其与苏嘉鸿接触联络的关键电话,没有穷尽必要手段找到其本人,成为了法院认定证监会未尽到全面、客观、公正的法定调查义务的关键。然而,该案并非证监会第一次出现取证瑕疵问题。在黄芝颖诉证监会案中,证监会对涉案单位和个人的监督检查通知书和询问笔录,存在同一执法人员针对同一事件分别在不同城市进行询问和检查的问题。由于证据的真实性存在疑问,法院对该两份证据均不予采信。^[40]

在传递型内幕交易案件中,据以推定的基础事实是否扎实充分,直接关系内幕交易是否成立。苏嘉鸿案中,法院要求证券监管机关在推定适用标准上秉持审慎原则,对据以推定的基础事实适用更高证明标准。在法院进一步确立证券执法全面、客观、公正的调查和取证要求情况下,

[39] See *Speech by Margaret Cole, Director of Enforcement, FSA London School of Economics*, available at http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2007/0317_mc.shtml, accessed August 6th, 2018.

[40] 参见《北京市第一中级人民法院行政判决书》(2016)京01行初245号。

借鉴域外相关规范与实践经验,证券执法应避免由于不严谨导致的调查疏漏,从质和量两个方面综合认定案件基础事实,做到待证事实与证据之间具有高度盖然性。在案件调查中全面调取关键涉案人员的证人证言,做到与其他证据相互印证以排除矛盾,形成完整证据链条。在对基础事实的证明标准选取上,应严格按照《座谈会纪要》和《司法解释》的要求,避免随意降低证明标准情况出现。

2. 强化证监会调查权的约束力

法院在苏嘉鸿案中提出的高标准证据和证明要求,很可能使得证监会在遇到当事人不配合调查取证时,陷入无法查清和认定违法事实的困境。在苏嘉鸿案明确了证监会对内幕交易关键“联结人”调查取证不存在自由裁量空间的情况下,这些“联结人”更有动机躲避证监会调查。因此,强化证监会调查权限的约束力显得十分必要:

一是完善市场诚信机制,通过将不配合调查,或故意隐匿、销毁证据的个人和机构行为记入诚信档案,并采取限制或公示措施,提升调查权威性。

二是明确将配合调查纳入量罚情节。《行政处罚法》第27条仅将当事人配合行政机关查处违法行为有立功表现作为应当从轻或减轻处罚情节,未明确配合调查但未达到立功程度或不配合调查能否酌定从重或从轻处罚。借鉴《刑法》关于“犯罪嫌疑人如实供述自己罪行的,可以从轻处罚”的规定,从树立让当事人认错服法的执法导向出发,应当明确对配合调查当事人从轻,对不配合调查当事人从重的执法原则。

三是设置相关法律责任追究机制,追究当事人阻碍、拒绝调查责任。《证券法》第183条仅规定了被检查、调查单位和个人应当配合证券监督管理机构依法履行职责,如实提供有关文件资料,不得拒绝、阻碍和隐瞒,未明确不履行配合调查义务时所应当承担的法律责任。从法律禁止性规范应当配置制裁后果的周延性角度,《证券法》可考虑增设不履行配合调查义务的相关法则。

3. 明确以环境证据认定泄露责任

《座谈会纪要》和《司法解释》并未明确执法机关可以通过推定方式认定泄露人责任,这使得证监会在以推定方式查处大量内幕交易行为同时,鲜少认定当事人泄露责任。从实务角度讲,内幕信息的传递具有高

度隐蔽性,要么利用通讯工具,要么通过面对面对话实现,还原内幕信息传递场景极其困难。目前,证监会查处的泄露内幕信息案件中,据以证明当事人传递了内幕信息的直接证据,大多只有相关人员的口供。^[41]口供具有不稳定性特点,不同当事人口供之间容易产生不一致的情况,如在徐康军、翁惠萍内幕交易案中,徐康军承认内幕信息知情人翁惠萍向其透露了内幕信息,但翁惠萍却予以否认泄露。^[42]

在直接证据难以有效取得的情况下,执法机构需更多依赖间接证据推定内幕信息传递。但行政机关受到“法无授权不可为”的约束,在没有法律法规明确规定的情况下,采取推定方式认定行为人责任有私自扩大行政权的嫌疑。特别是在从严把握推定规则适用的司法背景下,以间接证据认定行为人的泄露内幕信息责任,需要在规则制定层面,赋予证券执法机关以推定方式追究泄露责任的权力。

首先,从社会政策的角度,以推定方式认定泄露内幕信息行为符合法益保护原则。从泄露行为的性质来说,居于信息优势地位的内幕信息传递人泄露内幕信息,导致信息受领人内幕交易,扰乱了证券交易的正常秩序。

其次,现有的证券执法规则明确了推定方法在查处证券违法行为的合法性。《座谈会纪要》明确了证券行政处罚可以通过推定方法向相对人转移部分特定事实的证明责任。以推定方式认定行为人泄露内幕信息责任具有规则依据。

最后,以推定方式认定行为人泄露内幕信息责任具有实务上的可操作性。证监会已经尝试在规则缺失的情况下,通过间接证据认定行为人的泄露内幕信息责任。汤李炜泄露内幕信息案中,内幕信息敏感期内与汤李炜存在联络接触的郭玮、汤义炜均被证监会认定构成内幕交易。作为郭玮、汤义炜内幕交易的信息来源方,汤李炜也被证监会追究泄露内幕信息责任。^[43]

[41] 例如,《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2017]5号)、《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2016]117号)、《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2016]72号)等。

[42] 参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2018]18号)。

[43] 参见《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》([2018]41号)。

4. 分清推定规则的适用界限

随着推定规则在传递型内幕交易案件查处中的广泛适用,推定规则的适用边界问题也逐渐呈现,特别是内幕信息传递链条的不断延长,使二次及以上传递的内幕交易案件逐步进入行政处罚的规制视域。二次及以上传递的内幕交易案件能否适用推定规则,适用应具备什么条件,规则上还存在空白。^[44]

事实上,内幕信息经过多级传递,时效性、完整性、确定性已逐步降低,甚至在有些情况下,内幕信息经过层层传递,已经变成市场传言。因此,在判断当事人经过多级传递内幕信息之后,是否仍然知悉并利用该信息进行交易,应更为谨慎。由于推定规则在适用过程中,更多依靠经验法则,即以内幕信息敏感期内交易主体与知情人的接触联络作为起点,结合交易主体的交易行为与内幕信息的吻合程度等异常情况,推定其行为的不法程度已经达到需要行政处罚的该当性,裁判者不可避免地存在主观擅断的可能。因此,在二次以上传递的内幕交易案件中,应严格区分推定规则的适用界限。当前,实务界形成共识的是推定规则只能在传递型内幕交易案件中适用一次,不存在二次推定的问题。^[45]法律规范应更进一步地为推定规则适用设置更高的证据关联性和全面性要求。具体考量因素包括信息接收人与信息源头、信息传递人之间的关系,内幕信息传递的介质能否固定、留痕以及涉案人对内幕信息的认知、其他异常交易情况等,并明确适用推定的前提是相关证据能达到明显优势证明标准中的高度盖然性程度。只有区分推定规则的适用界限,并严格规范推定规则的适用条件,推定规则的适用才能经得起司法检验。

[44] 在处理多次传递内幕交易问题上,各国规定存在差异:美国刑法规定,只要上下手之间具有明确的可识别关系,有明确的信息来源、路径,就可推定行为人明知内幕信息而传递,具有主观恶性,亦可构成内幕交易犯罪。欧盟则对二手以上的内幕信息传递人员不追究刑事责任,仅给予行政处罚。参见许恋天:《依据“差异化”处理传递型内幕交易》,载《检察日报》2017年12月13日。

[45] 从法理分析,推定以法律规定或常识性认识为大前提,以案件事实为小前提,最终推出当事人构成违法的结论。二次推定或者多次推定将第一次推定作为下一次推定的前提。由于二次推定的前提建立在第一次推定的假设事实之上,违反了逻辑学认知,不能得出当事人违法结论。同注[27],第12页。

四、结语

在推定规则已然成为证监会认定内幕交易的主要手段情形下,苏嘉鸿案对于我们进一步审视推定规则的具体理解和适用有重要意义。实践中,内幕交易推定存在适用推定规则的边界和限度尚不明确、未认定泄露责任导致选择性执法、现有的稽查手段难以满足推定证明的高标准等问题。而执法中,证监会又存在办案精细程度不够等“后天缺陷”。因此,要充分发挥推定规则在打击内幕交易上的独特优势同时,防止执法肆意,特别是要避免苏嘉鸿案类似问题的再次出现,需要证监会进一步提升执法的精细化程度,对基础事实的取证更为扎实充分,在制度层面,强化证监会调查权约束力,明确以环境证据认定泄露责任,并区分推定规则的适用界限。

(编辑:胡睿超)