

市场公平进路下的内幕交易立法改革

——以行为构成体系为中心

曹 理*

摘要:现代内幕交易立法围绕信义义务与市场公平两种进路展开,两者基本立场不同,规范机制迥异。我国现行立法将两者兼收并蓄,直接导致行为构成体系的逻辑混乱,规则之间的冲突分歧。根治这一内在缺陷的有效方案应当是,立足我国本土实际,顺应世界立法趋势,秉持市场公平一元进路,以内幕信息规制为中心改造行为构成体系,以实现遏制违法行为、保护投资者权益的法益目标。

关键词:内幕交易 内幕信息 构成体系 市场公平 信义义务

一、未完成的改革:中国内幕交易立法的内在缺陷

尽管理论界对于是否应当禁止内幕交易的争论迄今仍未停止,但各国立法却一致作出了肯定的回答,我国亦不例外。从 1990 年的《上海市证券交

* 吉林大学法学院民商法学博士研究生。

易管理办法》^①到1993年的《禁止证券欺诈行为暂行办法》，再到1998年的首部《证券法》，无不将内幕交易作为明确禁止的行为。为加强对内幕交易行为的规制，2005年《证券法》修订作出了两个方面的重要改革：一是将主体范围扩大至“非法获取信息的人”，二是确立民事赔偿责任。^②2007年证监会《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》（以下简称《指引》）的出台，则进一步完善了内幕交易法律体系。然而，改革的任务尚未完成：现行内幕交易立法，尤其是行为构成体系仍然存在明显的内在缺陷，以致影响其预设功能的有效发挥。

根据现行立法，内幕交易行为由三项要件构成：主体、信息及交易行为。^③此种构成体系看似简明，却存在理解和适用上的诸多困惑：

其一，在主体方面，现行立法依获得内幕信息渠道的不同将其区分为内幕信息的知情人与非法获取内幕信息的人，并对前者的范围加以详细列举，试图穷尽，^④由此产生两方面的问题：第一，仅依主体与发行人之间具有某种身份关系（职务、持股、监管及服务）即将其认定为知情人，稍显武断，具有该种身份主体很可能对内幕信息根本不知情，也可能非基于该种身份而知情，亦即特定身份与知悉内幕信息之间并无必然联系。那么，区分知情人与非法获取人对于内幕交易行为的认定究竟有何实益？第二，采取列举式做法难免挂一漏万，无法将所有不具备知情人身份而事实上知悉内幕信息的主体囊括在内，例如，发行人的离职管理人员及从内幕人处获悉内幕信息之人，显然不属于非法获取人，但又不在知情人的名单之内，其行为性质应当如何认定？

其二，在信息方面，现行立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，^⑤但对于其核心特征——未公开性和重大性的判断

① 该办法为我国最早禁止内幕交易的规范性文件，其第39条明确规定：“证券交易中，禁止任何单位和个人进行下列行为：（二）利用内幕消息，从事证券买卖”。

② 叶林：《证券法》（第3版），中国人民大学出版社2008年版，第301页。

③ 证监会《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。”

④ 参见《证券法》第74条和证监会《指引》第5、6条。

⑤ 参见《证券法》第75条和证监会《指引》第7~11条。

标准却尚未提供确切的指引,导致理论上的争议和实践操作的困难。^⑥

其三,在交易行为方面,现行立法禁止三类行为:买卖证券、建议他人买卖证券和泄露信息,^⑦由于规定过于简略,引致理解上的分歧,即对于后两种行为的构成是否应当以实际发生相关证券买卖的结果为要件,存在截然相反的认识,^⑧有待立法予以廓清。

上述困惑的产生,与我国内幕交易立法的理论基础不明确有着直接关联。现行内幕交易规范在很大程度上是借鉴域外立法的产物,但在移植具体规则时却未能深入探究其确立的依据,进而诱发行为构成体系的逻辑混乱。为根治这一内在缺陷,我国内幕交易立法下一步的改革目标就应是:重思立法理论基础,改造行为构成体系。

二、内幕交易立法的进路之争:信义义务 vs. 市场公平

纵观当代内幕交易法制,其理论基础不外乎信义义务与市场公平两种进路,^⑨两者在法益目标上的根本分野,直接影响了内幕交易构成体系的构建。

(一) 信义义务进路

美国是世界上最早禁止内幕交易的国家,^⑩其基本立场为禁止证券欺诈(securities fraud),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(SEC)根据该条授权制定的10b-5规则。虽然上述两项规范中并为出现内幕交易的用

^⑥ 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。

^⑦ 参见《证券法》第76条和证监会《指引》第13条。

^⑧ 肯定的观点可参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第227页;否定的观点可参见彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第383~384页。

^⑨ See Nianh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002, pp. 739-740.

^⑩ See Franklin A. Gevurtz, *The Globalization of Insider Trading Prohibitions*, 15 *Transnational Lawyer*, 2002.

语,但法院通过判例确认,“因特定身份而知悉内幕信息之人,于买卖证券之时,如未披露相关信息,对于不知该项信息的交易相对人,即构成欺诈,因而违反证券交易法第 10(b) 条及 10b-5 规则。”^①为具体解释内幕交易构成欺诈的理由,美国判例法发展出了多种理论,^②目前占据支配地位的即为信义义务理论(fiduciary duty theory)及作为其补充的私取理论(misappropriation theory)。

1. 信义义务理论

该理论又称传统或经典理论,由联邦最高法院在 1980 年 *Chiarella v. United States*^③ 一案判决中所确立,基本内涵为,交易双方之间事先存在的因信赖或信任而形成的信义关系(fiduciary relationship),导致了信息披露义务的产生,内部人违反披露义务而买卖证券,方构成内幕交易。法院认为,此种信息披露义务仅课予董事、高管人员及控制股东等公司内部人(insiders),系“保证有义务将股东福祉至于其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而谋取私利”。^④学者认为,信义义务理论具有理论与方法(doctrinal and methodological)两方面的优势:^⑤一方面,通过要求内部人与交易相对人之间存在信义关系,可以将普通法上的禁止欺诈规则类推到制定法中的反证券欺诈之中;另一方面,也提高了法院通过个案(case-by-case)来认定新类型内部人交易的灵活性,例如,在 *Dirks v. SEC*^⑥ 案中,联邦最高法院提出,承销商、会计师、律师及投资顾问等专业人士因其与发行人之间的特定委托关系,能够接触仅为发行人目的的保密信息,故而构成“临时内部人”(temporary insider)。

然而,信义义务理论的缺陷也很明显,即适用范围存在严重局限性,对于许多事实上的内幕交易行为无法追责。例如,在 *Chiarella v.*

^① See *Kandon v. National Gypsum Co.*, 83F. supp. 613, 614(E. D. Pa. 1947).

^② See Reinier Kraakman, *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*, The in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *European Insider Dealing*, Butterworth, 1991, pp. 40-47.

^③ 445 U. S. 222 (1980).

^④ [美]路易斯·罗斯·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张瑞等译,法律出版社 2008 年版,第 708 页。

^⑤ See *Kandon v. National Gypsum Co.*, 83F. supp. 613, 614(E. D. Pa. 1947).

^⑥ 463 U. S. 646 (1983).

United States 案中, 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。联邦最高法院判决认为, 由于 Chiarella 并非目标公司的内部人, 其与目标公司股票卖出者之间并无信义关系, 也就没有披露信息的义务, 故而不构成内幕交易。此种见解显然有违一般的公平观念, 因而备受争议。^①

2. 私取理论

对于 Chiarella v. United States 案适用信义义务理论的判决, 首席大法官 Burger 提出不同意见, “任何人私自取得 (misappropriate) 的未公开重要信息, 就应负有与内部人相同的披露义务, 否则不得利用此等信息进行交易。”^②此种观点被认为是私取理论的起源。在 SEC、国会及下级法院的一致推动下, 联邦最高法院最终在 1997 年的 United State v. O’ Hagan^③ 案中, 明确地采用了私取理论。在该案中, 被告 O’ Hagan 系一家律师事务所的合伙人, 一家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。最高法院判决指出, 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”^④(source of information) 的信义义务, 为证券交易目的私取内幕信息, 其行为已构成违反证券交易法第 10(b) 条及 10b-5 规则的欺诈行为。^⑤ 概言之, 依据私取理论, 行为人只要违反了对“信息来源”的保密义务, 私取内幕信息并据此交易, 即构成内幕交易, 而无须对系争证券的发行人或股东负有信义义务。

私取理论将内幕交易的行为主体拓展到与发行人并无信义关系的

^① See Kandon v. National Gypsum Co., 83F. supp. 613, 614 (E. D. Pa. 1947).

^② See Reinier Kraakman, *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*, The in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *European Insider Dealing*, Butterworth, 1991, p. 240.

^③ 521 U.S. 642 (1997).

^④ 在本案中为律师事务所及委托人。

^⑤ 445 U.S. 222 (1980), p. 714.

外部人,在很大程度上弥补了经典理论的不足,但其仍具有一定的缺陷:首先,归责理由牵强。私取理论关注的并不是对交易相对人的欺诈,而是信息来源,但行为人与信息来源之间的关系通常产生于证券市场之外,^②与证券交易之间并无直接关联。私取理论为了确定证券欺诈而将这些信义关系与证券交易联系到一起,是一种以结果为导向的做法,缺乏支撑性理由。^③由此导致投资者无法直接主张私人诉讼,因为只有信息来源才被视为盗用行为的直接受害者。为此,国会不得不专门增订《证券交易法》第 20A 条,赋予内幕交易的同期交易者 (contemporaneous traders) 以明示诉权。^④如此一来,又等同于在立法上承认了非基于信义关系的内幕交易的存在,进一步动摇了私取理论的根基。^⑤其次,涵射范围存在漏洞。根据私取理论,内幕交易构成欺诈的原因在于行为人违反了对信息来源的信义义务,即未披露私取信息而进行证券交易,此种归责进路至少无法涵盖以下两种情形:一是非受信任人 (non-fiduciary), 即与信息来源无信义关系之人。其也可能通过盗窃等方式而获取内幕信息,由于未曾违反信义义务,虽然可以追究其盗窃责任,但却无法认定其构成内幕交易。^⑥二是披露交易计划的受信任人。如果受信任人向信息来源全面地披露了其交易计划,即使信息来源不同意,其基于私取内幕信息而进行的交易行为也不构成内幕交易,因为缺少欺诈的要素。^⑦

^② 例如,雇员与雇主、政府机构工作人员与政府、专栏作家与报刊、律师与当事人、患者与医生、家庭成员以及合伙人之间的关系,等等。详见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 169~174 页。

^③ Hui Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Kluwer Law International, 2006, pp. 158 - 159.

^④ 赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》(第 2 版),元照出版有限公司 2009 年版,第 465 页。

^⑤ 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 159 页。

^⑥ See SEC v. Dorozhko, 2008 WL 126612, S. D. N. Y. 2008.

^⑦ 对此,最高法院解释道:“以非披露的方式欺诈是认定内幕交易的核心,全面披露就不存在私取理论下的责任。因为作为私取理论的核心欺诈涉及的是对于信息来源的虚假忠诚,如果受信任人向信息来源披露其计划基于非公开信息进行交易,则不存在欺骗手段,也就没有违反第 10(b) 条——虽然可能会承担州法中的违反忠实义务的责任。” See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *Securities Regulation*, 9th edition, Foundation Press, 2003, p. 1074.

总之,在信义义务进路下,内幕交易立法的核心要义在于禁止证券欺诈,而构成证券欺诈的必要条件就是信义义务的违反,信义义务的产生则以信义关系的存在为前提。故而,美国法院在认定内幕交易时,首先考虑的因素即为行为人取得内幕信息是否违反了基于信义关系而产生的信义义务(无论是对发行人抑或信息来源),并通过其身份特征来寻求信义关系的存在,并由此建立起以主体要件为中心的内幕交易构成体系。

(二) 市场公平进路

1. 确立及要义

面对信义义务进路在理论与实践上的双重困境,原继受美国内幕交易法制的国家纷纷改弦易张,明确树立以保障证券市场的公平性为核心的立法进路。目前,市场公平理论已成为英国、德国、法国、意大利、加拿大、澳大利亚及新加坡等国规制内幕交易的理论基石,^②在相当程度上代表着全球立法演进的一个新趋势。

与信义义务进路聚焦发行人利益的微观视角(micro focus)不同,市场公平进路则着眼于宏观层面(macro focus)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,主张全体投资者均有平等获取信息的权利,以维护市场公平。因此,凡是能够影响证券价格的重大信息皆应予以公开,并由投资者共享。^③内幕交易破坏了投资者平等获取信息的“游戏规则”,具有内在的不公平性,^④严重挫伤投资者信心,阻碍证券市场健全,故任何非法利用内幕信息的行为皆应受到惩处。在此种理念的指引下,欧盟《禁止内幕交易和市场操纵指令》(以下简称《欧盟指令》)^⑤即明确宣示,其立法宗旨在于“确保共同体金融市场的健全及增进投资者对市场的信心”,因为“内幕交易阻碍了

^② See Marc I. Steinberg, *Insider Trading, Selective Disclosure, and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis*, 22 *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2001.

^③ See Nianh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002, p. 740.

^④ Manning Gilbert Warren III, *European Securities Regulation*, Kluwer Law International, 2003, p. 152.

^⑤ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

作为所有经济主体在健全金融市场中之交易前提的完全透明”。由此反映出其法益目标不同于美国法中的信义义务(关系),并影响到内幕交易立法的具体规范。

2. 对内幕交易规范的影响

(1) 规制范围的极大拓展

在市场公平进路下,任何人利用任何能够影响证券价格的重大未公开信息的实施的任何可能损害市场公平性的行为,皆构成内幕交易,使得内幕交易立法的规制范围较信义义务进路下大为拓宽。

其一,在内幕信息方面,《欧盟指令》进行了宽泛并具弹性的界定,即“任何具有明确性质、未公开的、直接或间接与金融商品的发行人或金融商品有关的,一旦公开则可能对该金融商品或其衍生商品的市场价格产生重大影响的信息”。由此,可能对证券价格产生影响的宏观市场信息(market information)也被纳入内幕信息的外延之内,如中央银行调整再贴现率等影响利率升降的具体措施,政府公布禁止向某个国家出售特定产品的命令,或者法院作出可能影响证券市场行情的判决,等等。^②明显有别于信义义务进路下主要集中于系争证券发行人的内部秘密信息(firm-specific information)的做法。^③

其二,在主体方面,《欧盟条例》依取得内幕信息的途径是否与发行人有关,将内幕交易主体区分为首要内幕人(primary insiders)和次要内幕人(secondary insiders),前者包括通过以下原因持有内幕信息之人:(1)担任发行人的行政、管理及监督机关成员;(2)持有发行人股份;(3)因履行职务、职责或义务而获得信息;(4)因犯罪行为。后者指知道或应当知道其所持有的信息为内幕信息之人。与美国法相比,欧盟法的规制主体大为拓宽:首要内幕人之一不以董事、监事及经理为限,尚包括实际担任发行人行政、管理及监督职务之人;之二不以持股10%以上的大股东为限,而涵盖任何因持股而持有发行人获取内幕信息之人;之三亦不以与发行人具有信义关系的专业人员为限,金融监管

^② Klaus J. Hopt, *The European Insider Dealing Directive*, in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *European Insider Dealing*, Butterworth, 1991, p. 129.

^③ Hui Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Kluwer Law International, 2006, p. 456.

机构人员、交易所人员、服务机构人员及媒体机构人员等,均包括在内;之四亦为信义义务理论所无法涵盖。^④

其三,在行为样态方面,《欧盟指令》明确禁止:(1)为自己或第三人利益,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;(2)非因履行职务、职责或义务,向他人泄露内幕信息;(3)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。并且,内幕交易的成立不以实际发生相关证券买卖的结果为前提,换言之,利用内幕信息作出交易计划、泄露内幕信息、建议或引诱他人购买相关证券等行为本身即可构成内幕交易,而相关证券买卖结果的发生只关涉其民事责任的有无。因为市场公平进路关注的是行为对证券市场公平性可能产生的影响,而非实际造成的损害,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。^⑤相反,在美国法中,证券欺诈的成立必须“与证券买卖有关”(in connection with the purchase or sale of a security),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,则不构成内幕交易。

(2) 主体要件的淡化废除

随着内幕交易立法规制范围的极大拓展,任何人无论其是否与系争证券的发行人有无关联,皆有可能成为内幕人,只要其非法利用了内幕信息,因此,主体要件对于内幕交易的构成已无实益,各国立法逐渐将其淡化乃至废除。

其一,仅在形式上保留。《欧盟条例》虽然将内幕交易主体分为首要内幕人和次要内幕人,但二者在责任成立方面的区别仅为主观要件的有无,前者无需知悉内幕信息即可归责,后者则相反。由此表明欧盟法对首要内幕人规制较为严厉,不考虑其对内幕信息是否存在主观上的知悉,而仅以客观行为是否已对市场公平性造成破坏来认定内幕交易,即采取严格归责原则。^⑥英国《金融服务与市场法》(Financial

^④ See Nianh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002, pp. 758 - 761.

^⑤ 曾宛如:“构建我国内线交易之规范:从禁止内线交易所欲保护之法益切入”,载《台湾大学法学论丛》2009年第1期。

^⑥ See Emiliios Avgouleas, *A Critical Evaluation of the New EC Financial - Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead*, 18 *The Transnational Lawyer*, 2005.

Services and Markets Act 2000)即采取此种立法模式。但是,欧盟对于次要内幕人也并非一定适用过错责任原则,而是允许成员国自行决定。故有学者认为,首要内幕人与次要内幕人的区分已无实益,仅在形式上保留而已。^⑳

其二,彻底废除。与英国不同,同为欧盟主要成员国的德国于2004年修改《证券法》时彻底废除了内幕交易构成的主体要件,其第13条第1款仅规定:“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(insider securities);^㉑(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。澳大利亚《公司法》(Corporations Act 2001)则明确将所有“持有(possess)内幕信息并知道或应合理知道(know or ought reasonably to know)该信息为内幕信息者”皆认定为内幕人,而无论其从何种渠道获得该信息,^㉒内幕交易的构成也与主体要件无关。

总之,在市场公平进路下,内幕交易立法的法益目标在于证券市场的公平性,确保所有投资者均能平等地获取市场信息,任何人均不得对内幕信息进行任何形式的非法利用,故而行为人的身份因素对于行为定性并无影响,内幕交易构成体系也以内幕信息为中心。

三、中国内幕交易立法的改革方向:市场公平进路下的信息中心主义

揆诸我国现行内幕交易立法不难发现,立法者试图将上述两种理

^㉑ See Jesper Lua Hansen, *The New Proposal for European Union Directive on Market Abuse*, 23 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 2002.

^㉒ 根据德国《证券法》第12条的规定,所谓“内幕人证券”是指(1)被准许在德国证券交易所、规范市场(regulated market)或规范非官方市场(regulated unofficial market)中交易,或(2)被准许在欧盟其他成员国或欧洲经济条约签约国的有组织的市场中交易,或(3)其价格直接或间接取决于(1)(2)中金融商品的金融商品。

^㉓ 参见澳大利亚《公司法》第1143A条。

论进路融于一炉,例如:要求内幕交易的主体必须为内幕人,并详尽列举其(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,明显受到信义义务进路的影响;而将非法获取内幕信息的人纳入规制范围、内幕信息不限于仅与该发行人个体相关的信息,又与市场公平进路相吻合。但如前所述,信义义务与市场公平这两种进路实质迥异乃至对立,难以并存于同一立法之中。我国立法在兼收并蓄的同时也未能消除其内在冲突分歧,直接导致内幕交易构成体系的逻辑混乱,使得行为认定更为烦琐,徒增执行成本、影响查处效率。为破解我国内幕交易立法的理论与实践困境,一个根本且可行的方案或许是:在单一进路指引下改造内幕交易构成体系。

(一)理论进路的取舍决断

信义义务与市场公平两种进路的基本立场不同,无法兼容共济,只能择一而为,并一以贯之。同时,取舍决断的作出不仅要理论本身的结构与功能进行全面考量,更应以契合本土实际为根本准则,如此方符合法律变革的初衷。

1. 信义义务进路不易移植

信义义务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。^⑩ 首先,作为信义义务进路下内幕交易立法核心范畴的欺诈及信义义务,均以其深厚普通法理论为依托,并且经过上百年的传承积淀,已发展得甚为丰富和完备,内幕交易构成体系,亦完全以此建立。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,更遑论移植信义义务进路。其次,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,在美国内幕交易法制的发展过程中,法官扮演着极为关键的角色,信义义务理论及其指引下的内幕交易构成体系,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。

^⑩ 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。

最后,强大的公共和私人执法力量有力地推动了内幕交易法律效果的实现。虽然美国内幕交易立法存在诸多缺漏,但其遏制违法行为的实效却不容否认,^④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;^⑤二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,^⑥内幕交易民事赔偿诉讼之门更是尚未开启,如果采取信义义务进路,实难取得类似执法效果。

因此,信义义务进路下的美国内幕交易立法,是以深厚的普通法为根基,以特有的执法和司法体制为环境发展起来的,^⑦乃至其预设功能也只能在美国实现,这也是曾经移植美国法的国家改而采用市场公平进路的根本原因。^⑧

2. 市场公平进路契合中国实际

与信义义务进路不同,市场公平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。首先,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。^⑨ 保护投资者权益的先决条件则

^④ 例如,雇员与雇主、政府机构工作人员与政府、专栏作家与报刊、律师与当事人、患者与医生、家庭成员以及合伙人之间的关系,等等。详见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 167 页。

^⑤ 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。

^⑥ 例如,雇员与雇主、政府机构工作人员与政府、专栏作家与报刊、律师与当事人、患者与医生、家庭成员以及合伙人之间的关系,等等。详见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 167 页。

^⑦ 参见澳大利亚《公司法》第 1143A 条。

^⑧ 例如,雇员与雇主、政府机构工作人员与政府、专栏作家与报刊、律师与当事人、患者与医生、家庭成员以及合伙人之间的关系,等等。详见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 167 页。

^⑨ 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社 2006 年版,第 54 页。

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。”而市场公平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。其次,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。而市场公平进路下的内幕交易立法,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。最后,结构简明,易于操作。市场公平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,构成体系也变得更为明晰,便于实践操作,提高执法效率。

基于上述比较分析,我们认为,我国目前尚不存在移植信义义务理论的土壤,故此内幕交易立法应当秉持市场公平一元进路,剔除与其不相适应的规范,以实现逻辑的一致与理论的完满,并在此基础上构建起简明易行的行为构成体系,实现其遏制违法行为和保护投资者权益的法益目标。

(二)以信息规制为中心的立法完善

在确立市场公平进路之后,我国内幕交易立法的改革方向也就自然明朗了。内幕交易立法应以维护证券市场的公平性为目标,确保全体投资者均有平等获取市场信息的机会,任何人非法利用内幕信息,都将构成内幕交易。换言之,主体要件对于内幕交易的构成已无影响,应当明确废除;非法利用的形式包括为自己或他人买卖证券、建议他人买卖证券或泄露内幕信息等,只要对市场公平性构成威胁即可。如此,现行立法在适用中所遭遇的种种困惑亦可迎刃而解:一方面,废除主体要件,不仅可以彻底破解明文列举内幕人范围时难免挂一漏万的立法难题,而且能够减轻执法机关和司法机关在查处审理过程中的操作负担;另一方面,确立市场公平性这一根本准绳,有助于平息关于交易行为结果要件(实际发生证券买卖)的争议。

概言之,市场公平进路下的内幕交易行为,由内幕信息与交易行为

两项要件构成,而后者的认定较前者相对容易,因此,内幕交易立法就应以内幕信息规制为中心,通过详细、科学的规定内幕信息的判断标准来达致认定内幕交易行为的目标。而我国现行立法对于内幕信息的规范虽渐趋具体,尚难谓合理明确,有待深入完善。

其一,关于信息公开的判断标准。内幕信息的本质特征即在于未公开性(non-public),如果信息已经公开则不构成内幕信息,所以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。但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,^{④7}因而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”。然而,此种看似严密的规定却存在理解和适用上的困惑:首先,内幕信息开始形成之日如何确定?其次,“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”为选择关系,二者完成时点可能并不一致,究竟以谁为准?最后,信息公开的三种判断标准之间亦为选择关系,同样存在前一问题。^{④8}因此,如何判断信息公开仍有待立法澄清。对此,英国及澳大利亚的普遍获得(generally available)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。^{④9}至于普遍获得的认定,英国金融服务局(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记录中;(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。^{⑤0}此种判断标准以信息的平等获取为唯一导向,只

^{④7} 叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第315页。

^{④8} 参见李有星、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。

^{④9} 参见英国《金融服务与市场法》第118C条和澳大利亚《公司法》第1142A条。

^{⑤0} See FSA, Market Abuse Directive Instrument 2005, 1.2.12 E.

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,符合市场公平进路的本质要求,值得借鉴。

其二,关于重大性的判断标准。内幕信息必须具有重大性(material or significant),即一旦公开将会对证券价格产生重大影响,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,对当前信息的反映则具有滞后性,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。^①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(reasonable investor)的投资决策产生影响,即具有重大性。^②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,只能通过个案来具体认定。^③与其改用更为主观和模糊的理性投资者标准,还不如对价格敏感标准加以完善,增强其可操作性,对此欧盟司法法务中的指数振幅标准或许更为实用,即将内幕信息可能影响有关金融产品市场价格的变化幅度确定为5%,某个信息公开后,其影响金融产品市场价格的振幅如果达到5%就可以认定为具有重大性。^④

^① 参见李有星、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。

^② 参见英国《金融服务与市场法》第118C条,德国《证券法》第13条和澳大利亚《公司法》第1142D条。

^③ 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第210页。

^④ 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。