

我国禁止内幕交易制度的理论逻辑及其反思^{〔*〕}

○ 李 支

(广东金融学院 法律系, 广东 广州 510521)

〔摘要〕各国的证券法律制度中均禁止内幕交易。在立法理念上,存在以美国为代表的反欺诈理论逻辑和以欧盟为代表的市场诚信理论逻辑。我国证券立法有较强的移植性,这两种理论逻辑都有所体现,使得法律规则存在疏漏和冲突,造成了禁止内幕交易监管和司法实践的困境。从法律传统和现实需要出发,我国应确立市场诚信的理论逻辑,以保护市场整体利益为核心,并以此调整和完善我国的禁止内幕交易制度。

〔关键词〕内幕交易;理论逻辑;反欺诈;市场诚信

由于证券市场的信息不对称总是存在的,掌握信息资源优势的一方难免会用此逐利,所以,内幕交易成为“证券市场与生俱来的顽疾”^{〔1〕}。为了防范和打击内幕交易行为,证券市场最为发达的美国首先创立了禁止内幕交易的法律制度,其后这一制度为世界上绝大多数国家和地区所采纳。

据统计,自1993年起我国共出台了25件与内幕交易相关的法律规范。其中较有代表性的是2007年中国证监会发布的《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》,2010年国务院办公厅转发的《证监会等部门关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》和2012年最高人民法院和最高人民检察院联合颁布的《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》,分别从监管规则、国家政策和司法解释的层面完善、细化了对内幕交易的防范、打击和惩处等问题。同时,理论界也从扩大内幕交易主体范围、细化内幕

作者简介:李支,广东金融学院法律系讲师、法学博士。

〔*〕本文系2013年广东省优秀青年创新人才培养计划(育苗工程)项目“我国金融消费纠纷多元化解决机制的实证研究——以广东省为例”(2013WYM_0057)的部分研究成果。

信息认定标准、引入惩罚性赔偿机制等方面提出了诸多完善建议。^[2]

一、我国禁止内幕交易制度的现实困境

虽然世界各国大都规定了禁止内幕交易制度。但在具体的立法理论逻辑上,却存在着不同的价值取向。一种是以保护投资者个人利益为核心的反欺诈理论(anti-fraud theory),该理论以美国为代表,强调内幕交易行为的“欺诈性”,重视对内幕交易受害者的民事责任赔偿;另一种是以保护市场利益为核心的市场诚信理论(market integrity theory),该理论以欧盟为代表,强调维护市场的诚信和市场整体利益的保护,重视对内幕交易行为的刑事和行政处罚。^[3]尽管两种理论逻辑的出发点不尽相同,但在对内幕交易构成要件的认定上,以及内幕交易的规则上仍存在不小的差别。我国的禁止内幕交易制度在借鉴条文的同时,因为缺少相应的法律制度环境和法理基础,很容易丢失了其所蕴含的法理精髓。加上我国证券市场的实践远不如市场发达国家丰富,制度的设计缺乏实践的回应,制约了法律制度的针对性和有效性,造成了制度施行的现实困境。

(一)对内幕交易主体规定的不足

准确的认定内幕交易主体,是判断内幕交易的基础,也是实现内幕交易行为归责的重要前提。当今各国,对内幕人认定的标准主要有“身份联系法”和“信息占有法”。前者依据的是反欺诈理论的逻辑,强调内幕交易主体与发行人或内幕信息来源具有信赖义务关系;后者则体现出市场诚信理论的逻辑,着眼于内幕交易行为对证券市场健康发展的影响。^[4]

我国最早的有关内幕交易的法律制度是1993年由当时的国务院证券委员会发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》,该办法在实际规定中体现出了鲜明的反欺诈理论逻辑。例如根据《证券法》第73条的规定,禁止内幕人“利用内幕信息”,亦即内幕人必须具有主观上的故意。在《刑法》中,内幕交易、泄露内幕信息罪的构成要件在主观上表现为故意,其中实行内幕交易的行为人在主观方面只能是直接故意,实行泄露内幕信息的人既可以是直接故意,也可以是间接故意。^[5]依据这一立法逻辑,《证券法》第74条列举了6类内幕信息知情人,并设置了兜底条款即“国务院证券监督管理机构规定的其他入”。证监会2007年制定的《证券市场内幕交易人员行为认定指引》中又进一步补充了内幕知情人的类型。上述规则的制定无疑会使人认为我国关于内幕知情人的认定标准是依据“身份联系法”,因此我国《证券法》并未将所有知悉内幕交易信息的主体都纳入禁止内幕交易的范围,证监会通过认定扩张知情人的范围也应是有限的。^[6]

在实践中,证监会又常常会依据“信息占有法”的标准,反对获得内幕信息的人利用占有信息的优势进行证券交易,以维护市场公平和诚信。2012年证监会在对肖家守等人内幕交易的行政处罚决定书中明确表明,“肖家守不存在故意泄露内幕信息或者与朱莉丽合谋进行内幕交易的经济动机,调查中也未发现其故意让妻子实施内幕交易的证据。事后在8月24日的关键时点让妻子终止

交易宁夏恒力股票,表明肖家守无泄露的主观故意”,但仍属于“重大过失行为”^[7],因而给予处罚。在该案中,证监会已经突破了反欺诈理论逻辑对内幕知情人的限制,转而从维护市场公平的角度,对掌握信息优势的当事人的不谨慎行为进行处罚。对此,证监会有关人士也会直言不讳:“证监会已将《证券法》第74条第7项的‘其他人’扩展至‘任何知情人’”。^[8]

在泄露内幕信息第一案——“杭萧钢构”案中,法院认定当事人之一的陈玉兴非法获取内幕信息的途径有二:一是在聚会中从“杭萧钢构”的有关人员处听到消息;二是主动向另一当事人罗高峰打听消息。对于前一途径,陈玉兴辩称自己是“被动”听到内幕信息,不属于“非法获取”,法院对此不予采纳。结案后,该案的检察官撰文指出:“对于非法获取内幕信息中‘非法’的理解,并非简单地指获取内幕信息的手段非法,而应理解为,任何第74条所列举的‘内幕信息的知情人’之外的主体,都应被禁止知悉内幕信息。一旦他们知道,无论是主动还是被动,都属非法。”^[9]如果按照这一逻辑,理论上内幕交易的主体可以无限扩展,这既不符合立法初衷,也不利于实现真正有效的监管。

(二)对内幕信息规定的不足

《证券法》第75条将内幕信息界定为,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。同时列举了7类内幕信息,并设置了“兜底条款”。对于“重大影响”的标准,《证券法》并未作出规定。证监会在《证券市场内幕信息交易行为认定指引》中规定:重大影响是指信息一旦公开,证券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。显著偏离和显著波动,可以结合专家委员会或证券交易所的意见认定。依据上述条款,认定内幕信息必须同时具备“未公开性”和“重要性”两个标准。

在2000年的“ST长控”案中,刘邦成因蓄意制造虚假重组信息,买卖“ST长控”股票获利960万元,被判内幕交易罪。此案中,“ST长控”的重组信息是虚假的,但是影响了公众投资者的判断力,仍对股价造成了重大影响,所以被认定为内幕信息。这说明在实践中,对内幕信息的认定已经突破了证券法的规定,转而从维护市场诚信和投资者公平的角度作出判断。

在“光大证券内幕交易案”中,证监会认定光大证券错单信息为内幕信息。当事人之一的杨剑波在对证监会的行政诉讼中提出:“认可证监会意见,光大证券具有双重身份,光大证券是股票发行人,作为上市公司错单信息是光大证券内幕信息,所以光大公司应当披露,但是作为机构投资者是股票买卖人,其交易信息不属于内幕信息,所有交易人的信息都不是证券法规定的内幕信息,交易信息不符合证券法规定的内幕信息规定。”^[10]尽管该案一审判决杨剑波败诉,但是仍有学者对认定光大证券内幕交易并作出行政处罚决定的合法性提出质疑。^[11]

(三)对法律责任配置规定的不足

法律责任,简而言之就是违反某种义务所要承担的不利后果。法律责任分

为民事责任、行政责任和刑事责任,一般来说,遵循反欺诈理论逻辑的制度更注重民事责任,而在市场诚信理论逻辑下更注重刑事和行政责任。从我国的立法实践来看,三种法律责任均有设置:《刑法》规定了刑事责任;《证券法》第 202 条规定了三种形式的行政责任,即责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得和罚款;《证券法》第 76 条第 3 款规定了民事赔偿责任。三种责任如何配置,则最能体现立法的目的和价值取向。按照反欺诈理论逻辑,民事责任的功能在于保护受到欺诈的投资者,能够补偿其损失,应该在禁止内幕交易制度中居于主要地位,但实际上我国民事责任的司法实践举步维艰。^[12]在全国首例内幕交易民事赔偿案中,法院在开庭时出示了原告的撤诉申请书,该案变得无果而终。^[13]在轰动一时的国美原董事局主席黄光裕因内幕交易被索赔的案件中,法院一审判决认为,由于原告不能举证证明其卖出中关村股票的损失与黄光裕的内幕交易行为存在因果关系,故不予支持原告要求赔偿的诉讼请求。^[14]

与内幕交易民事责任案件的“冷清”相比,行政责任案件的数量则要多得多。从 1993 年至 2013 年的 20 年间,证监会因涉及内幕交易处理的行政案件数为 92 件,^[15]而仅在 2014 年就查处了 41 件内幕交易案。造成这一司法困境的原因主要是依据反欺诈理论逻辑,投资者要得到民事赔偿,必须证明自身的损失与内幕交易行为之间存在因果关系。首先,由于市场中信息是多样的,投资者通常会综合多种信息来确定自己的投资策略,这也意味着投资者的交易行为并非受内幕交易的影响,而是基于自身的独立判断作出。再者,由于证券市场中影响交易价格的因素是多元的,投资者即使在内幕交易期间买卖股票,也很难证明内幕交易是导致损失的单一性因素,或者证明内幕交易在多大程度上导致了损失的发生。例如在黄光裕内幕交易民事赔偿案中,被告的律师辩称原告主张损失的期间正值美国次贷危机引发的国际金融危机,中国股市尤其是中关村所在的科技板块下跌严重,所以系统性风险才是原告损失的根本原因。^[16]

二、不同理论逻辑下的禁止内幕交易制度

(一)反欺诈理论逻辑

作为世界上最发达的证券市场和最早建立禁止内幕交易制度的国家,美国遵循其一贯的社会价值和法律传统,明确证券法律制度要保护投资者的个人利益。在美国,内幕交易被视为证券欺诈,最初对禁止内幕交易的立法即反欺诈。

美国证券反欺诈理论的基础是英美法中的信赖义务(fiduciary duty),^[17]即在证券市场中由于信息不对称的存在,古典交易理论中交易双方形式上的平等已被打破,处于弱勢的投资者必然会对掌握了信息优势的信赖义务人有着信赖与信任,法律基于衡平的考虑必然要求信赖义务人基于审慎的善意和诚实行事,^[18]一旦欺诈则要面临惩罚和赔偿。对此,美国《1934 年证券交易法》第 10 (b)条明确规定禁止任何人采取操纵、欺诈的手段和计谋违反证券交易委员会(SEC)为维护公共利益或保护投资者而制定的必要或适当的规则和条例。

根据《1934年证券交易法》第10(b)条的授权,SEC进一步制定了著名的10b-5规则,禁止一切人采用欺诈手段,虚假陈述或者从事可能构成欺骗或欺诈的行为、业务或做法来购买和销售证券。由于内幕交易行为被定性为证券欺诈,所以判定构成内幕交易的主体首先要有主观上的欺诈,其次是违背了“戒绝或披露”原则。^[19]同时,内幕交易的责任人需要与被欺诈对象具有信赖关系,内幕交易行为是责任人对信赖义务的违背。因此,在反欺诈理论逻辑下,内幕交易人的范围是有限的。

1968年,美国法院通过SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.案确立和承认了“戒绝或披露”原则。在该案中,法院认为内幕人在内幕信息公开前进行了交易并获利,这对市场上其他的投资者而言是不公平的,内幕人利用内幕信息将证券交易的风险转嫁给了无法获得内幕信息的交易者,该行为无异于欺诈。^[20]这一案例中法院建立起了“平等接触理论”,希冀通过判决确保证券市场中的投资者能平等地接触到市场信息。然而,这一判决无疑忽视了证券市场作为信息不对称市场的本质,不同的投资者正是基于不同的信息获取和分析能力,才做出不同的投资选择,从而使得交易得以实现。否则,将不存在交易的可能。

由于过于理想,“平等接触理论”在1980年的Chiarella v. United States案受到了质疑。此后,在Disk v. SEC案中,美国最高法院再次强调和改进了对内幕人的认定方式和标准。由此可以看出,美国禁止内幕交易制度一直坚守反欺诈的理论逻辑。

(二)市场诚信理论逻辑

市场诚信理论逻辑的源泉来自于信息不对称理论,旨在通过建立起市场诚信,使每个投资者在信息获取上得到平等的机会,从而建立起投资者信心,促进证券市场的发展和繁荣。在这一逻辑下,内幕交易的违法性在于其“滥用其他投资者无法希望通过自身努力克服的信息优势的不公平,与投资公众合理预期存在一个所有参与者均能依据相同的规则竞争的诚实、公允证券市场不一致”^[21]。与以保护投资者个人利益为核心的反欺诈理论逻辑不同,市场诚信理论禁止内幕交易的目的是确保市场主体的诚信,维护投资者的信心和信任。正如2003年欧盟颁布的《禁止内幕交易和市场操纵指令》中所强调的“确保共同体金融市场的诚信及增强投资者对市场的信心”^[22]。欧盟法院也在其裁决中重申了欧盟立法的框架性原则,即欧盟立法禁止内幕交易的立法目的是保障投资人获知和利用金融市场信息的公正性,并进而保护欧盟二级金融市场的一体化和投资人对金融市场的信心。^[23]

在市场诚信理论逻辑下,禁止内幕交易制度重视的首先是打击对市场秩序的破坏,侧重于从刑事犯罪的角度惩戒内幕交易行为。例如英国的《1980年英国公司法》中规定,如果交易者知道内幕信息并根据内幕信息买卖证券,就构成刑事犯罪行为;之后根据欧盟1989年颁布的《内幕交易指令》,英国于1993年的《刑事审判法》中通过了第5条“内幕交易”,成为英国对内幕交易进行规制的主

要法律依据。^[24]在早期的禁止内幕交易制度中,并不存在民事赔偿责任的条款。直到2000年英国出台历史上第一部金融服务法律《2000年金融服务和市场法》,该法将内幕交易行为列为市场失当行为,允许投资者以内幕交易行为人为由违反相关禁止性规定为由提出赔偿请求。^[25]

由于对内幕交易行为的认定不再是对投资者的欺诈,而是对市场诚信的破坏,市场诚信理论逻辑下的内幕交易人范围也有所扩张。根据欧盟1989年的《禁止内幕交易指令》第2条第1款规定:“内幕人是指知悉内幕信息,并且利用内幕信息为自己或者他人直接或者间接买卖或者试图买卖内幕信息所涉及的证券的人,主要包括证券发行人的管理机构、董事会和监事会的成员、发行人的股东、通过任职或履行职责等行为获悉内幕信息的人。”上述人员在证券市场中处于特殊地位,可以直接接触到内幕信息,故而被称为基本内幕人。

由于证券市场中能够获悉内幕信息的并不仅限于基本内幕人,为了更加完善地界定内幕人的范围,《禁止内幕交易指令》第4条又补充规定:“其他所知道或应当知道内幕信息的人”,这类人被称为派生内幕人。^[26]由于基本内幕人和派生内幕人涵盖的范围非常广泛,尤其是在实践中派生内幕人难以明确界定,欧盟法院在裁决中确立了内幕人与获知内幕信息途径之间应当具有因果关联性和非偶然性的标准,以限定内幕人主体的范围。^[27]

在实践中,由于派生内幕人泄露内幕信息和基于内幕信息建议他人买卖相关证券的行为给证券市场造成了巨大的危害性,为了弥补这一监管漏洞,欧盟在2003年颁布的《内幕信息的公开与市场操纵行为的定义指令》中废除了基本内幕人和派生内幕人的划分,转而统一规定为:“禁止内幕人利用与金融产品相关的内幕信息为自己或他人直接或间接地买卖金融产品(第2条),禁止内幕人将内幕信息泄露给他人(第3条第1款)和禁止内幕人基于内幕信息建议他人买卖与该内幕信息相关的金融产品(第3条第2款)。”^[28]

三、我国禁止内幕交易制度中理论逻辑的冲突

(一)我国禁止内幕交易制度中两种理论逻辑的并存

制度经济学的代表性观点认为,制度指的是“各种禁止不可预见行为和机会主义行为的规则”^[29],这些规则的生成或设计旨在保障人与人之间交往的秩序。制度的设计并不是任意而为的,必然要基于实现特定的目的,并且围绕实现这一特定目的而形成一套完整而又严密的规则体系。这些“工作规则的组合,它通常用来决定谁有资格在某个领域制订决策,应该允许或限制何种行动,应该使用何种综合规则,遵循何种程序,必须提供或不提供何种信息,以及如何根据个人的行动给予回报”^[30]。可见,这些规则体系并非杂乱无章的,而是存在内在逻辑上的联系和排列的。而一套规则体系的逻辑结构的中心就是其所要实现的目的,亦即规则制定的目的,或者说是立法的目的。

我国《证券法》的第1条即明确规定了证券法的立法宗旨和立法目的:“为

了规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济发展,制定本法”。根据学者的解读,这一规定体现了我国证券立法的两重目标,其中“保护投资者的合法权益”是证券法的核心目的,“维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济发展”是证券法的终极目标。^[31]这就意味着,我国证券法事实上存在双重立法目的,并且由此引发整个证券法律规则体系的矛盾与冲突。

当然,一部法律制度中并非不能存在多个立法目的,但不能将所有的利益目标均置于主导地位。一般而言,可以将法律制度的利益目标分为核心利益和非核心利益,核心利益处于主导地位,非核心利益从属于核心利益。^[32]学界通常将我国证券法律制度的利益引申为个人利益和市场利益,由于我国现行的证券法律制度没有明确表述何种利益居于核心地位,所以一般认为对个人利益与市场利益同等保护。尽管在最根本上看证券市场中的个人利益是与市场利益一致的,但由于立法目的的不同引发了不同的规则制定逻辑,就可能引起规则之间的相互抵消、对立甚至冲突。这一点反映在禁止内幕交易规则中尤为明显。

(二)单纯的反欺诈理论逻辑存在弊端

随着证券市场的发展,证券交易越来越丰富和迅捷,内幕交易的手段愈加复杂和隐蔽,单纯地从反欺诈理论逻辑出发,在实践中暴露出不少的问题,显示出该理论逻辑下禁止内幕交易制度的有效性乏力。

1. 我国法律制度中缺乏信赖义务的传统和基础。美国禁止内幕交易制度中的反欺诈理论逻辑是基于信赖义务构建起来的,而我国的法律制度中没有规定信赖义务,更缺乏完整的信赖义务理论体系。尽管我国民法制度中有关于“诚实信用”原则的规定,实践中也习惯于援引该原则约束市场交易双方的关系和交易行为。但相比较美国的信赖义务,诚实信用原则在理论上缺少整体构建,没有具体的法律规范,显得空泛;在实践中如何适用诚实信用原则也存在很大的不确定性。这些都给我国禁止内幕交易法律实践中适用诚实信用原则带来困难。

2. 在纷繁复杂的证券市场中,难以有效证明因果关系。证券市场的交易量巨大,交易行情瞬息万变,并且受多种因素影响。在这样一个复杂的半开放式的市场中,投资者要证明自己所遭受的损失与内幕交易行为之间的因果关系,无疑是非常艰难的。例如在黄光裕内幕交易民事赔偿案中,黄光裕代理律师辩称受2008年金融危机的影响,整体股市都在下跌,投资者受到的损失不是因为内幕交易造成,而是受到系统性风险的影响。法院的判决中,也因为投资者无法证明自己的损失与黄光裕内幕交易行为的因果关系而不支持赔偿请求。由于我国的审判制度要求法官在审判过程中,必须严格适用证据规则,并依此作出适当判决。^[33]所以法院的判决无可置疑,但对证券市场禁止内幕交易的效果,却让我们难以赞同。

3. 对内幕交易构成要件的新形式规制不足。依据我国现有的规定,需要同时具备内幕知情人、内幕信息和内幕交易行为才构成内幕交易。在实践中,对内

幕交易的认定往往会突破这一规定,恰恰反映出反欺诈理论逻辑的不足。首先,对于没有故意泄露内幕信息人,其本身并没有违背信赖义务的故意,但客观上会造成投资者损失,破坏市场诚信,所以仍会受到惩罚。例如在肖家守案中,证监会在承认肖家守没有故意泄露内幕信息的情况下仍对其作出处罚。其次,新形式的内幕信息也是反欺诈理论逻辑难以有效规制的。例如我国的证券市场受宏观经济政策和政府决策因素的影响很大,一旦掌握这些信息,将有利于在证券交易中获利。但这些信息通常不是与某一公司直接相关的信息,按照现有的法律规定很难认定为内幕信息。最后,还有一些获取内幕信息的新的途径,例如电脑黑客通过破解密码获取信息,这些在现有的反欺诈理论逻辑下都难以有效规制。

四、我国禁止内幕交易制度应侧重于市场诚信理论

(一) 从反欺诈到市场诚信的融合与转型

单一的反欺诈理论逻辑已经不能很好地规制证券市场中日益复杂和隐蔽的内幕交易行为,由于缺乏有效的法律保障,以保护投资者个人利益为中心的立法目的也难以很好地实现。对此,遵循反欺诈理论逻辑传统的美国也开始反思和修正。美国证券交易委员会(SEC)就曾主张“平等获取信息理论”,亦即任何人知悉公司内幕信息时均应当遵守反欺诈条款,以确保市场投资者均有公平获取信息的机会。^[34]根据该观点,显示出SEC已在事实上从单纯的反欺诈保护投资者个人利益,转而开始关注市场诚信问题。美国也有学者建议,鉴于反欺诈理论在实践中所面临的诸多困境,有必要重构美国禁止内幕交易制度的理论基础,由反欺诈向禁止信息不当使用转变。^[35]值得注意的是,在市场诚信理论逻辑下,也不意味着不再保护投资者的个人利益。维护市场诚信的价值目标是克服证券市场的信息不对称,建立起公平的市场交易体系。只有在真正公平的市场中,投资者的利益才有可能得到充分的尊重和最大程度的保护。因此,信奉市场诚信理论逻辑的国家也会关注投资者利益的保护。英国禁止内幕交易的规定主要集中在刑事法律制度中,随着金融消费者保护意识的兴起,2000年英国颁布的《金融服务和市场法》中将内幕交易列为市场失当行为,规定投资者可以以内幕交易者违反相关的禁止性规定为由提出赔偿请求。

(二) 在市场理论逻辑下完善我国的禁止内幕交易制度

我国现行的禁止内幕交易法律制度中存在二元理论逻辑,造成立法目的的模糊和法律规则的疏漏,给现实中的司法实践带来很大的困境。历史地看,由于具有很强的移植性,我国禁止内幕交易法律制度借鉴了很多反欺诈理论逻辑下的法律规则。但是受我国的政治、经济、社会、文化、传统等因素的影响,包括证监会在内的监管者处理内幕交易时基本上是从维护市场诚信出发,将维护证券市场的整体利益放在第一位予以考虑的。加之在我国的法律传统和基础下,采用单纯的反欺诈理论逻辑有明显的不足和“硬伤”,所以确立市场诚信的理论逻辑体系,树立将市场利益作为核心利益并予以维护的立法观念,进而调整一系列

禁止内幕交易法律规则,是我国证券市场法律制度发展和完善的应有之义。

1. 我国的《证券法》应明确宣示维护市场诚信的核心利益。维护市场诚信,根本上也是保护投资者利益。经过几十年的发展和洗礼,尤其是近年来对投资者教育的强调和强化,我国证券投资者的现代金融知识和法治意识已有了很大的提高,投资者更渴望得到一个客观、公平的交易环境。所以,法律条文中不需要遮遮掩掩地既要保护投资者利益又要维护市场利益,而应该开宗明义的宣称以维护市场利益,建立诚信市场为核心目标,并将保护投资者利益置于这一目标之下,使保护投资者成为建立诚信市场的一项重要内容和有机组成部分。

2. 扩大对内幕交易范围的规定,将凡是使用内幕信息进行交易的行为均视为内幕交易,不再从主体要件、主观要件的角度认定内幕交易。这样可以考虑废除《证券法》和相关监管规则中对内幕交易人、内幕信息的列举,转而以破坏市场诚信为标准认定。同时,由法律授权给证监会和交易所等一线监管者负责具体的识别和认定内幕交易。由于一线监管者更贴近市场,对市场信号反映更灵敏,更容易识别内幕交易行为和及时采取措施防范和制止内幕交易,避免造成更大的危害。

3. 对内幕交易的法律责任分层规定,不宜按照统一的标准要求。在市场诚信理论逻辑下,国家机关和监管者是维护市场利益的主体,可以通过提高行政责任处罚力度的方式增强对内幕交易的规制。依据由证监会作出的行政处罚决定来承担行政责任,应成为我国承担内幕交易法律责任的主要方式。在追究刑事责任时,仍应遵从罪法定原则,严格遵守《刑法》所规定的犯罪构成要件,注意证明内幕交易人的主观故意。对于民事责任,法院不宜直接认定内幕交易的存在,行政处罚应该是民事索赔立案的依据。但在具体的责任认定上,则应严格按照侵权责任法的规定,由原告承担因果关系的举证责任,^[36]并且对损失的赔偿应该是适度的和补偿性的。

注释:

[1] Report of Task Force on Regulation of Insider Trading, Part I, 41. Bus. Law. p. 223, p. 227 (1985). Quoting From: Donald E. Schwartz, Perspectives on Insider Trading Civil Liability, Practising Law Institute, 576 PLL/Corp 567, November 5, 1987.

[2] 蔡奕:《我国证券市场内幕交易的法学实证分析》,《证券市场导报》2011年第7期;肖伟:《内幕信息确定性考量模式之选择》,《环球法律评论》2012年第5期;马新彦:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构建》,《法学研究》2012年第6期。

[3] 傅穹、曹理:《禁止内幕交易立法理念转换及其体系效应》,《法律科学(西北政法大学学报)》2013年第6期。

[4] 傅穹、曹理:《内幕交易规制的立法体系进阶:域外比较与中国选择》,《环球法律评论》2011年第5期。

[5] 高铭暄、马克昌、赵秉志主编:《刑法学》,北京大学出版社、高等教育出版社,2011年,第410页。

[6] 彭冰:《内幕交易行政处罚案例初步研究》,张育军、徐明主编:《证券法苑》,法律出版社,2010年。

[7] 参见中国证监会:《中国证监会行政处罚决定书(肖家宇、朱莉丽、周晓丹、肖传健)》,2012年6月6日, http://www.csre.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201207/t20120706_212278.html。

- [8] 中国证监会行政处罚委员会:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社,2009年,第4页。
- [9] 陈海鹰、朱卫明、叶建平:《泄露内幕信息罪、内幕交易罪的若干问题探析——由“杭萧钢构”案展开》,《法治研究》2008年第3期。
- [10] 杨剑波:《光大乌龙指非内幕交易认定缺法律依据》,网易财经,2014年4月3日,http://money.163.com/14/0403/10/90T9KGU900254IU4.html。
- [11] 缪因知:《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,《法学》2014年第1期。
- [12] 截至目前,能够检索到的证券内幕交易民事赔偿诉讼案件共有三起,其中一起投资者撤诉,两起投资者一审败诉。张宇宇:《论内幕交易事实查明的困境和出路》,《研究生法学》2012年第4期。
- [13] 刘俊海:《现代证券法》,法律出版社,2011年,第201页。
- [14] 《黄光裕内幕交易民事赔偿案宣判:股民诉求被驳回》,人民网,2012年12月20日,http://finance.people.com.cn/n/2012/1220/c1004-19961355.html。
- [15] 参见《中国证监会行政处罚决定》,中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic。
- [16] 田浩:《股民诉黄光裕证券内幕交易案一审宣判》,《人民法院报》2012年12月21日。
- [17] 信赖义务是指为他人利益而将自己利益置于其下的义务,这是法律所要求的最高层次的义务,负有信赖义务的主体即信赖义务人,其相对人即为委托人,两者之间形成的关系即为信赖关系。参见 Henry Campbell Black, Bryan A. Garner. Black's Law Dictionary. St. Paul, MN. West Publishing Co., 1990, p. 435。
- [18] 原凯:《美国规制券商交易行为的理论与实践考察》,《齐齐哈尔大学学报(哲学社会科学版)》2011年第10期。
- [19] “戒绝或披露”原则(abstainor - disclosure),即在知情人得到未公开的重要消息而有意从事相关证券交易时,要么在交易市场上充分有效地公布这个消息,然后进行交易;要么不得从事相关的交易。蔡奕:《从“光大事件”看内幕交易规则的完善》,《金融经济研究》2013年增刊,第91页。
- [20] 张建伟、张锐:《美国内幕交易执法理论演进》,《复旦学报(社会科学版)》2006年第1期。
- [21] [美]路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张璐等译,法律出版社,2008年,第714、51页。
- [22] Official Journal L 096, 12/04/2003, pp. 0016 - 0025。
- [23] [28] 主力军:《欧盟禁止内幕交易制度的立法实践及其启示》,《政治与法律》2009年第5期。
- [24] [25] 井涛:《内幕交易规制论》,北京大学出版社,2007年,第3、3-4页。
- [26] 井涛:《英国规制内幕交易的新发展》,《环球法律评论》2007年第1期。
- [27] Assmann, AG1994, 239; Caspari, ZGR 199. 4, 538; Kuempel, Bank - und Kapitalmarktrecht, Rz14. 161, 2002。
- [29] [德]柯武刚、史漫飞:《制度经济学:社会秩序与公共政策》,韩朝华译,商务印书馆,2000年,第3页。
- [30] [美]埃莉诺·奥斯特罗姆:《公共事物的治理之道——集体行动制度的演进》,余迅达、陈旭东译,上海三联出版社,2000年,第52、85页。
- [31] 罗培新、卢文道等:《最新证券法解读》,北京大学出版社,2006年,第3-4页。
- [32] 梁上上:《制度利益衡量的逻辑》,《中国法学》2012年第4期。
- [33] 沈志华主编:《民事证据规则应用》,法律出版社,2010年,第7页。
- [34] John C. Coffee, Jr., Hillary A. Sale. Securities Regulation (11th Edition). Foundation Press, 2009, p. 1176。
- [35] Donna M. Nagy, Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary Principles. Iowa Law Review, 2009(94), pp. 1315 - 1380。
- [36] 杨峰:《论我国内幕交易损害赔偿之确定》,《暨南学报(哲学社会科学版)》2006年第6期。

[责任编辑:嘉 耀]