

中国过于宽泛的内幕交易执法制度

——法定授权和机构实践

[美] 郝 山 (Nicholas Calcina Howson)*

陶永祺** 卫绮骐*** 译

沈 伟**** 张晓萌***** 译校

目次

- 一、简介
- 二、中国法律法规对内幕交易的规定
- 三、内幕交易规制制度
 - (一) 法律规制制度
 - (二) 监管机构的执法体系
- 四、处罚与罚款
- 五、依照法律和“指引”进行的惩治内幕交易执法
- 六、结论

关键词 内幕交易 法律规制 监管

无论是内幕交易行为还是一般意义上的操纵证券交易行为,都并非是引起 2008 年全球金融危机的根本原因。实际上,危机产生的根源是美国和全球资本市场对具有缺陷的次差评级证券的引

* 美国密歇根大学法学院教授。本文译自 Nicholas Calcina Howson, “Punishing Possession—China’s All-Embracing Insider Trading Regime”, in Stephen Baibridge (Ed.), *Research Handbook on Insider Trading* (Cheltenham: Edward Elgar Pub, 2013), pp. 327-346.

作者感谢《交大法学》的邀稿,同意将本文呈现于《交大法学》“金融危机与公司治理”特集之中,并在英文原文之外,特意在简介之前增加一段,以介绍刊登本文与特集主旨之间的相关性和本文论题的重要性。

** 美国乔治敦大学法学院硕士研究生。

*** 美国哈佛大学法学院硕士研究生。

**** 上海交通大学法学院教授、法学博士。

***** 美国密歇根大学法学院图书馆馆员。

入,以及世界上最重要的投资银行及商业银行对这种证券的自营交易。但是,全球金融危机确实直接对世界资本市场产生影响,损害信贷市场,导致全球范围内股市指数暴跌,以及至今仍未减少的投资者的逃离。因此,尽管解决2008年全球金融危机的最重要和最直接的补救措施是提高金融机构资本充足率,还有对其自营证券和衍生证券交易进行限制,所有的法律体系也都还在试图出台普遍的监管资本市场的规定,并执行证券监督管理规范。比如,美国国会通过的《多德-弗兰克法案》的目标之一就是规范证券市场。此外,美国联邦监管机构还展开了一项全新且富有活力的反内幕交易的刑事和民事执法行动项目,旨在威慑和惩罚这种行为,同时向公众传达有关监管机构更广泛地清理资本市场的意图。而中国的情况与此有所不同。如本文将要展示的那样,自2007年初以来,中国证监会引导自己获得了可使用的范围最大的打击内幕交易违规行为的执法权力,该权力已超过中国法律的相关授权。全球金融危机之后,关键的问题在于中国证监会或者人民检察院是否如同在北美和欧洲的类似检察机关或机构一样,将要拿起所有的强有力的执法工具,不仅强化对于无关轻重的交易者的执法,同时也在当今中国权势者参与内幕交易时执法。此举将会对外传达出中国对于追求更公平透明的资本市场的全新努力,以恢复投资者对中国资本市场的兴趣与信任。

一、简介

在过去短短的二十多年的时间里,中国国内的资本市场有了长足的进步。1991年国内资本市场总市值仅为20亿美元,^[1]而2011年第一季度在上海和深圳证券交易所上市的两千多个股票发行人的资本市值总和就已超过4.2万亿美元,而且这一总合还不包括在境外交易所上市的在中国注册的发行人或在海外注册但由中方控制的发行人的股票之市值。^[2]

因此,现今全世界将目光聚焦于中国的证券市场,并同时对中国三十多年来所经历的前所未有的经济增长表现出的惊叹,也就不足为奇。尽管国内证券交易和中国发行人参与全球资本市场的扩张势头令人印象深刻,证券监管体系的架构和人事从无到有逐步建立,相对自主的中国金融媒体业正在崛起,中国市场仍继续受到波动性和机能障碍的困扰。其中一个最被普遍承认的问题是证券欺诈,包括内幕交易。内幕交易自1990年至1991年上海和深圳交易所成立以来就已经普遍存在于中国市场之中。^[3]

在中国,内幕交易有许多不同的形式。当然,典型情况——即内部人士在自己公司公布影响公司股票市场价格的通知前,利用来自且涉及他们公司的非公开重要信息,对该公司的股票进行交易——发生非常频繁。浙江杭萧钢构有限公司的内幕交易案就是一个例子。该公司的股价在

[1] 或折合人民币108亿(根据1991年人民币对美元的官方汇率:5.32:1)。Feng Wei, *The Shanghai and Shenzhen Exchanges: Business Operation, Governance Structure and Regulatory Function* (Asian Development Bank, 2000), at 332 (Table 20-1), available at http://www.adb.org/documents/books/demutualization_stock_exchanges/chapter_20.pdf.

[2] KPMG and FTSE Group, *China's Capital Markets: The Changing Landscape*, June 2011, available at <http://www.kpmg.com/cn/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/China-Capital-Markets-FTSE-201106.pdf>, last access 2012-12-01.

[3] 凌华薇、乔晓会、付涛、胡润峰:《内幕交易“瘟疫”》,载《财经》2007年5月28日(总第186期),第66~69页。以及Shen Han(沈菡),“A Comparative Study of Insider Trading Regulation Enforcement in the U. S. and China”, 9 *Journal of Business & Securities Law* (2007), 56-60.

2007年3月,该公司宣布赢得了在安哥拉的大型建设工程合约后一段时期,上涨了150%。据称在信息公布前购买了公司股票并在公布后出售的知情人获利超过500万美元。事后,这个重大的安哥拉合同被证明乃纯属虚构,从而造成了股票价格暴跌,但这都发生在知情者在股票价位最高时及时抛售了他们在公告前购买的股票之后。^{〔4〕}与此同时,很多在中国被普遍理解或报道为“内幕交易”的行为,实际上更类似于操纵证券交易,这在中国的俚语中被广泛称为“庄家”。比如,“老鼠仓”进行“抢先交易”——共同基金经理在其指挥的基金购买股票(引发股票价格上涨)之前,先用自己的资金在低位建仓——这种情况也被认为污染了国内高额证券基金行业。在中国,“老鼠仓”的另一种变形则是一种普遍的公私不分,作为外部人的私募基金经理被同为外部人的国有大型基金(经理)提前透露将要购买某一股票发行人的股票(的消息),随后该价格因为后者的大额交易被公开而上升了(而国有泄密人和私有领受人会分享由此带来的巨额利润)。^{〔5〕}因此,对此类活动的行政执法和刑事检察会依据“操纵证券交易”而并非“内幕交易”的罪名而执行。

与此同时,打击内幕交易的执法一直较薄弱。有论者指出自2002年至2006年年底,也即2007年《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》出台前,在中国证监会执行行政处罚的196例证券欺诈案中,只有一例(2004年)涉及内幕交易。^{〔6〕}上海证券交易所官员2009年发布的年度证券监管^{〔7〕}回顾只列出了六个有关内幕交易执行完毕的执法行动,但同时提及了媒体广泛报道的其他四宗涉及政府官员滥用政治和经济权力的内幕交易丑闻。同样,仔细审阅中国证监会公开的执法决定^{〔8〕}显示只有极少数决定与内幕交易有关,并且一律只牵涉小角色。

这种执法不力的原因是众所周知的,其中包括:监管资源受限;调查精细度低且技术手段不足;同期检测和取证的困难;^{〔9〕}监管部门不能作为民事诉讼原告(限制了监管者以起诉进行威吓或提供和解方案,并就此从交易者手中获得信息的能力);整个中国公司法和证券法体系对个人民事诉讼的限制;中国司法人员能力、自主性和独立性的参差不齐;和——在中国环境中极其重要的问题——某些明目张胆的违反法律的机构或者个人所拥有的政治和经济上的权力。一些分析人士甚至指出,中国证监会的角色存在冲突:一方面它要保护投资者和市场透明度,另一方面“……为国有企业提供优惠的方式使其获得资本市场中的金融资源,以使政府的利益最大化……”。^{〔10〕}

无论是何原因,中国打击内幕交易执法情况的乏力将会刺激恶性循环:对健全有力的执法的阻碍将会使内幕交易的成本极小或者根本无需成本,特别是与其提供的受益相比更是如此,这会进而为内幕信息交易在中国市场的泛滥推波助澜。

〔4〕 上注〔3〕,凌华薇等文,第67页。对于类似的违法,亦可参见下注〔39〕、〔40〕,林士泉和刘洋的中国证监会行政处罚决定。

〔5〕 Gady Epstein, “Market Maker”, Forbes (Jan. 28, 2008), available at <http://www.forbes.com/global/2008/0128/050.html>.

〔6〕 见前注〔3〕,凌华薇等文,第57页。亦参见 Benjamin L. Liebman and Curtis J. Milhaupt, “Reputational Sanctions in China’s Securities Market”, 108 Columbia Law Review (2010), 942. (在2001年至2006年期间,“考虑到中国证券市场中内幕交易问题的普遍存在和严重性,中国证监会的处罚数量似乎相当节制”。)

〔7〕 吴伟央、普丽芬:《2009年中国证券法治评论》,载《证券法苑》(第二卷),法律出版社2010年版,第373页。

〔8〕 连续公布于中国证券监督管理委员会网站(<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/index.htm?channel=3300/3313>)。

〔9〕 “对于内幕交易的稽查,(我们)面临着取证难、认定难两个问题……”2007年5月,中国证监会稽查一局的一位负责人如此表示。见前注〔3〕,凌华薇等文,第66页。

〔10〕 前注〔3〕,沈蓓文,第58页(指十多年前已被废除的“配额”制度,和目前仍然存在的表现不佳的中国国内资本市场上市的国有企业)。本文作者不同意沈蓓文提出的证监会冲突论,作者的看法是根据几乎20年与中国证监会及其官员交流而得出的。

二、中国法律法规对内幕交易的规定

在中国,监管内幕交易的法律法规伴随着中国国内资本市场和证券交易所正式的建立而迅速发展。随着中国在1949年后第一个证券交易所的建立,上海市政府(于1990年11月27日)和深圳市政府(于1991年5月15日)公布市级“管理办法”,明确禁止“内幕交易”。^[11] 1993年4月,国务院证券委员会——新建立的中国证监会原先的直接上级国务院部门——发布了第一部有关证券发行和交易的国家级法规《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称“证券委《发行与交易条例》”),其中明确禁止“内幕交易”。1993年9月国务院证券委颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》(以下简称“证券委《证券欺诈办法》”)则再次重申了这一点。1997年10月,全国人大在修订刑法时引入“内幕交易罪”,但是并未详述该新罪名的构成要件(除了本罪,整个刑法都强调了对主客观要件的要求)。

中国在1999年颁布了第一部《证券法》才首次在非刑事法律中全面地描述和禁止内幕交易,而该表达随后大部分被2006年1月1日生效的《证券法》修订版(以下简称“2006年《证券法》”)所保留。2006年《证券法》还包括了对“短线交易”和“操纵证券交易”的禁止。^[12] 短线交易归入权规则效仿美国1934年证券交易法第16(b)条,它要求上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份5%及以上的股东将其在6个月内进行交易所收益返还给公司。针对违反短线交易行为禁止性规定的行为,中国法律没有规定明知的要求或积极性抗辩。公司董事也对任何短线交易负有直接个人责任。有趣的是,如果公司董事会在股东要求追缴(6个月内进行交易)所得收益后不进行追讨,股东有权以公司的名义提起衍生诉讼要求追缴(不要将此种代表诉讼与同样于2006年在中国《公司法》中制定的公司衍生诉讼产生混淆)。

2007年3月3日,证监会针对2006年《证券法》禁止内幕交易的规定出台了一份“指导性文件”,即《证券市场内幕交易行为认定指引》(试行)(以下简称《内幕交易认定指引》)。^[13] 根据《内幕交易认定指引》本身的条款,该《指引》并非中国立法和制定规章实践意义上公开的法律规章,^[14] 此《指引》没有被发布在中国证监会的网站上,也没有在任何形式的立法和监管公报中刊登,因此不属于任何市场参与者得到正式通知的规范。此外,此《指引》也不属于中国法律体系中允许的任何一类可依法强制执行的法律规章。相反,《指引》只是对于证监会内部官员、下级证监部门以及上海、深圳证券交易所的一个不具法律规章地位的指导性文件。

最后,2012年5月22日,最高人民法院和最高人民检察院联合颁布了对法定的反内幕交易的执法的“解释”,但只涉及刑事检察方面的问题(以下简称《刑事处罚解释》)。^[15]

[11] 《上海证券交易管理办法》(1990年11月27日)第39条,《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》(1991年5月15日)第43条。1990年10月出台的《证券公司管理暂行办法》中则第一次提到了“内幕交易”一词。

[12] 2006年《中华人民共和国证券法》第47条(短线交易)和第77条(操纵证券交易)。

[13] 中国证券监督管理委员会关于印发《证券市场操纵行为认定指引(试行)》及《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》的通知(证监会没有对外公布该通知,仅于2007年3月27日在证监会内部发行),参见 <http://vip.chinalawinfo.com/NewLaw2002/SLC/slc.asp?db=chl&gid=144622>。

[14] 但是它们可广泛地被公众获得,例如可在网上订阅的北大法律信息网法律法规数据库,参见 <http://www.chinalawinfo.com>。

[15] 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》(最高人民法院于2011年10月31日及最高人民检察院于2012年2月27日通过,2012年5月22日发布),载中华人民共和国最高人民法院网站权威发布专栏(http://www.court.gov.cn/qwfb/sjfs/201205/t20120522_177170,最后访问时间2012-12-01)。

三、内幕交易规制制度

中国的内幕交易监管制度饱受两方面的矛盾因素的困扰:(1)《证券法》正式条文内在的矛盾,以及(2)法律明确规定的制度与监管机构执法行为之间的冲突。后面一个冲突,即 2006 年《证券法》的体制和按 2007 年《内幕交易认定指引》所进行的行政执法之间的冲突,更加显著。2012 年 5 月颁布的《刑事处罚解释》含蓄地指出了该问题,尝试将刑事执法实践回归法律框架之内。2006 年《证券法》则描绘了一个与“传统”(classical)或信赖义务为基础(fiduciary duty-based)的理论相似的内幕交易责任同时附加一个单独的“非法获取”(misappropriation)的理论基础。我在另外的文章里已证论 2007 年《内幕交易认定指引》应是无效的,且应不执行。^[16] 即使如此,因为证监会同时根据以上两部规范执行内幕交易法,我在本章中将检视由 2006 年《证券法》和 2007 年《内幕交易认定指引》所衍生的整个禁止内幕交易规范制度。

(一) 法律规制制度

2006 年《证券法》在八处提及了内幕交易。^[17] 用美国法学术语,2006 年颁布的法律遵循 *Cady, Roberts/Chiarella v. United States* 案的路线否定了平等获得理论(equal access theory),同时增加了像 *United States v. O'Hagan* 案^[18] 的非法获取理论。

《证券法》第 73 条禁止(1)“内幕信息的知情人”和(2)“非法获取内幕信息的人”“利用”内幕信息从事证券交易活动。乍一看,2006 年《证券法》打破了中国最早理论的限制,将被告的范围从身份必须是内部人士扩张为任何只要知道内幕信息的人。对于熟悉美国法理的学者而言,这个架构初看与 *SEC v. Texas Gulf Sulphur* 案^[19] 中由对 *Cady, Roberts & Co.* 案^[20] 理论的扩张而成的平等获得理论相似,将内幕信息交易责任从公司内部人士扩张为任何拥有非公开重要信息的人(随后美国法理回归到 *Chiarella v. United States* 案中的“传统理论”或“信赖义务理论”,^[21] 从而将该责任又缩小到那些违反与交易对方存在信赖义务或者特殊信任关系的人)。^[22] 如果这个初步解读是准确的话,那么 2006 年《证券法》似乎意味着抛弃了早期中国内幕交易法律制度中仅仅按照 *Cady, Roberts & Co.* 案中所规定的基于身份的知情人的界定。^[23]

然而,进一步检视该问题,2006 年《证券法》并没有这样做,因为第 74 条将潜在被告的范围限制在(“包括”)一系列公司、市场和监管层面的内部人士,外加其他证监会规定里明文规定的人员。这些法定的内幕信息知情人包括:发行人的董事、监事、高级管理人员;持有公司百分之五以上股

[16] Nicholas Calcina Howson, “Enforcement Without Foundation? — Insider Trading and China’s Administrative Law Crisis”, 60 *American Journal of Comparative Law* (2012), 955.

[17] 参照 2006 年《证券法》,第 5 条(禁止内幕交易的一般性规定),第 47 条(短线交易),第 73-76 条(对内幕交易行为的详细规定),第 180 条(中国证监会有权禁止有嫌疑的证券交易行为),和第 202 条(行政处罚和手段)。根据第 231 条对内幕交易构成刑事犯罪的依法追究刑事诉讼(《中华人民共和国刑法》第 190 条)。根据第 76 条最后一款,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。

[18] *United States v. O’Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

[19] *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied 394 U.S. 976 (1969).

[20] *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

[21] *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

[22] 除要约收购的情况以外;在该情况下,平等获得理论因美国证交会在 1934 年颁布的证交法案中的第 14e-3, 17 C.F.R. § 240.14e-3 而适用。

[23] 参照《股票发行与交易管理暂行条例》第 81 条,《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 5 条。

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;发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员(2007年《内幕交易认定指引》第6条第2款第2项将其适当地调整为“发行人、上市公司的控股股东、实际控制人控制的其他公司及其董事、监事、高级管理人员”);由于所任行政或编制职务可以获取公司有关内幕信息的人员;证券监督管理机构工作人员以及对证券的发行、交易进行执行或管理的其他人员;保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员(姑且认为包括律师和会计人员)。

此处关键的问题是,《证券法》第74条中“包括”一词在中文中的含义是“仅包括”还是“包括但不限于”?目前,越来越多的中国立法遵循当代中文起草合同的惯例,因此起草者会明确使用“包括但不限于”表达后者的含义。但该短语并未被2006年《证券法》所使用。因此,第74条是将以“内幕信息的知情人”的身份作为内幕交易的被告人的范围限制在本条所列举的范围内。对于可能因为证券法被处罚的对象,用美国法术语,对于在证券法规定的可能有法律责任的当事人,2006年的法律体系遵循 *Cady, Roberts & Co.* 案和 *Chiarella v. United States* 案的路线,否定了平等获得理论。

与2006年《证券法》第74条体现的内幕交易理论有所不同的是(1)第73条第二部分(参照第76条)以及(2)第74条第7项对证监会监管行为的授权:

第73条第二部分和第76条一起为内幕交易构建了单独的非非法获取理论的基础。那些因非法获取内幕信息而承担责任的人,即“非法获取内幕信息的人”,是被单独认定的,并不需要属于第74条所确认的“内幕信息的知情人”一员。在美国法理下,这种规定乃是遵循了1997年 *United States v. O'Hagan* 案的创新,该案拓展了内幕交易的责任基础,使得信息来源违反信赖义务或其他特殊关系的交易者亦需承担责任(前文曾提及,依据 *Chiarella v. United States* 案,必须与交易对象存在特殊的义务或者关系)。在此类情况下,政府只需证明:(1)“非法获取”信息,(2)这些信息属于“内幕信息”,(3)利用此内幕信息进行交易,以及(4)买卖(与该信息有关的发行人的)证券。此条法律并未要求涉嫌非法获取信息和交易的人是第74条枚举的“内幕信息的知情人”中的一员。

另外,2006年《证券法》第74条最后一项授权证监会有权用法规规定的第74条第1款至第6款枚举的传统知情者范围之外的“其他人”为“内幕信息的知情人”(由于《证券法》对“非法获取内幕信息的人”没有定义,因此不要求证监会扩大因非法获取内幕信息而承担责任的被告的范围)。鉴于前文指出的对法定列举的知情者的着重强调,第74条第7款赋予证监会扩大“内幕信息的知情人”范围的权利初步表明了法律逐步放宽内幕交易被告为界定什么样的“使用”内幕信息是被禁止的范围的重要趋势。同样的,这与中国立法传统允许一定程度的概括性规定的特征相一致,同时赋予行政管理机关重大的自由裁量权。

为界定内幕信息如何被禁止“利用”,2006年《证券法》第76条阐述了“内幕信息的知情人”和“非法获取内幕信息的人”的法定职责。此类职责的规定似乎再一次部分借鉴了美国模式,即披露和放弃交易规则:在内幕信息公开之前的任何时候,持有某一特定证券交易的内幕信息的人不得(1)买卖该公司的证券,(2)泄露该信息,或(3)建议他人买卖该证券。2006年《证券法》第76条,即明确禁止“建议他人买卖该证券”行为的条款,对中国法内幕交易责任引入了额外的归责理论,其他法域称其为“内幕信息传递人”责任(tipper liability)。根据该理论,被告即使实际并未参与证券交易,只要确实“利用”内幕信息,仍需承担责任。相反,“内幕信息受领人”(tippees)则并非内幕交易法律责任的承担主体,只要他们不是第74条规定的“内幕信息的知情人”,或者第73条和第76条规定的非法获取内幕信息的人。

2006年《证券法》有关“内幕信息”的法律定义,同时授权证监会“认定”其他信息为内幕信息的权力。在美国法下,此类认定的关键在于信息的“重要性”和公开的程度。1993年证券委《证券欺

诈办法》第5条是中国法规对“内幕信息”最早进行的定义。根据该条,内幕信息是指为传统(身份)内部人士所知悉的、尚未公开的和可能影响证券市场价格的重大信息,该条随后列举了25项其他类型的“重大信息”。2006年《证券法》第75条(基本沿袭了1999年《证券法》第69条)广泛地将“内幕信息”定义为“……涉及公司的经营、财务或者可能对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息……”。此处的“重大”一词可以理解为英美法下的“material”。在中国,有关于评判“重大”的理论阐述,包括着重客观标准(此类信息是否在事实上对证券交易价格有显著影响?)和主观标准(此类信息是否已经或者将会影响理性投资者的决定?)。^[24]但是没有任何迹象显示上述标准在实际执行中被应用。

然后第75条的后半部分列举了可被视为内幕信息的事项,包括对《证券法》第67条第2款列举的事项的交叉援引。这些事项包括:(1)2006年《证券法》第67条第2款所列重大事件;(2)公司分配股利或者增加注册资本的计划;(3)公司资本结构的重大变化;(4)公司债务担保的重大变更;(5)公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产(价值)的百分之三十;(6)公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任;(7)上市公司收购的有关方案;(8)国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息。其中,第一款交叉引用了2006年《证券法》第67条第2款的内容,使得“内幕信息”还包括:(1)公司的经营方针和经营范围的重大变化;(2)公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定;(3)公司订立重要合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响;(4)公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况;(5)公司发生重大亏损或者重大损失;(6)公司生产经营的外部条件发生的重大变化;(7)公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动;(8)持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人,其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化;(9)公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定;(10)涉及公司的重大诉讼,股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效;(11)公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查,公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施;(12)国务院证券监督管理机构规定的其他事项。其中,与1999年《证券法》的同一定义条款相比,只有第11款——针对公司管理人员的刑事调查和刑事执法——是新增的。

内幕信息的法定定义的重要意义是给了证监会两次机会。第一,第75条第8款授予了证监会全方位的权限,允许证监会“认定”对证券交易价格有“显著影响”的其他重要信息。第二,第75条第1款交叉引用的2006年《证券法》第67条第2款第12项的内容授予证监会在规章中(明文)规定可以被引入内幕信息定义的其他重大事件的权利。这两项授权性质不同(前者仅允许“认定”,后者要求其“规定”),但都在下面会描述的2007年《内幕交易认定指引》中被浓墨重彩地提及。

在这个阶段的论述中,第75条和“内幕信息”的定义有两点值得关注:第一,法律条文赋予“内幕信息”这个特定的词组以意义,而此定义是认定2006年《证券法》第73、74和76条所规定的内幕交易责任的所必需的要件。第二,无论第75条还是其他任何法律规定都未提及“价格敏感时期”。以上每点对下面关于2007年《内幕交易认定指引》的分析而言都十分重要。在《内幕交易认定指引》中,“内幕交易”作为一个被定义的术语,被用于一个完全不同的打击内幕交易架构之中一些信息只有持有人在“价格敏感期”内交易才成为可诉的“内幕信息”。

综上,2006年《证券法》第73至第76条,如果没有被随后的2007年《内幕交易认定指引》所扰乱,构建了一个只有法律特别列举的交易者才会承担法律责任的法律体系,而此体系则同时具有过宽和过窄的特质。

[24] 比如叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第314页,“内幕交易的法律管制”。

说此体系过宽,是因为该法会恰恰使得属于第74条列举范围且持有法定内幕信息的无辜交易者承担明确的责任。过宽责任所存在的问题之一(至少在关于“内幕信息的知情人”的责任问题上),就是对于持有内幕信息并在信息公开前参与相关证券交易的人的规制,中国法律并没有确立要求任何明知或者违反义务的要件(对于第73条和第76条下的非法获取内幕信息者则该问题不存在,因为他们非法获取内幕信息的行为可足以作为过错或违约的替代。这种批评也不适用于《证券法》第231条、中国《刑法》第180条和2012年《刑事处罚解释》所规定的内幕交易罪,因为该罪要求显示一些满足故意/目的性主观要件,即被解释为实际意图直接故意或者过失^[25])。这就大大地增加恰好拥有内幕信息进行无辜的相关证券交易的人员承担严格责任的可能性。黄辉教授在分析与1999年《证券法》相似的法条时,试图暗示一些程度低于严格责任的归责理论。他认为被告“知晓其所占有的信息的重要和非公开性”^[26]是犯法构成的要件,并且进一步预言了被告作为内部人士的职位和获得信息之间存在必然的因果关系,这样,“内幕信息的知情人”只有在他们因为自己的职位或者职业与证券受影响公司存在联系,从而拥有获得信息的途径时,才被禁止从事交易。^[27]黄辉教授似乎是在过分努力地构想内幕交易罪的关键要素:他认为的某种义务的违反或主观恶意是构成要件,也就是他所定义的交易者职位和“获得”(或者甚至是拥有)内幕信息之间存在“因果关系”。这些尝试从法条中读取主观要件的努力最终都失败了,^[28]但这也恰好证明,依据目前的法条,严格责任将会适用于2006年《证券法》第74条所列举的在交易证券时恰好拥有内幕信息的人。

目前法律体系对于不属于第74条列举但是根据法律定义的“内幕信息”进行交易的交易者,甚至第76条所提及的“内幕信息传递人”而言,是受限的(除非“内幕信息传递人”同时涉及非法获取)。第73-76条漏掉了另外两种几乎被所有前后连贯的内幕交易执法制度所惩罚的交易形式,即:(1)“内幕信息受领人”交易,和(2)作为收购公司之财务顾问的人对目标公司股票进行交易(以下分别简称为“受领人”和“兼并顾问”)。在这两种情况中,2006年《证券法》都没有提供对上述两类人员(除非是非法获取内幕信息的人员)因利用非公开的重要内幕信息进行交易要求承担法律责任的基础。“受领人”无需承担责任因为第76条只禁止“建议他人买卖”(虽然“受领人”会有责任如果他又恰好属于第74条列举的内幕信息知情人时,或他们是通过某种非法获取的行为获得相关内幕信息而得利)。“兼并顾问”(同样,除了非法获取内幕信息外)也无需承担责任,因为他们不属于被交易的股票的发行公司之雇员,故不属于第74条所列举的交易者的范围内。

(二) 监管机构的执法体系

很明显,证监会响应2006年《证券法》第74条第7项的邀请(以及对更适合的同法第75条第2款第8项的邀请——要求证监会“认定”对证券交易价格有显著影响的其他重要信息)而出台了2007年《内幕交易认定指引》。然而,这个任务却完成得较糟糕,因为证监会所出的非行政法规^[29]

[25] 《中华人民共和国刑法》第14条过失犯罪,法律有规定的才负刑事责任。同第15条。

[26] Hui Huang(黄辉),“The Regulation of Insider Trading in China: A Critical Review and Proposals for Reform”, 17 Australian Journal of Corporate Law (2005), 281, 291-292.

[27] Ibid, at 294-295.

[28] 黄辉也承认了:“这个议题(‘占有 V. 使用’)在中国很大程度上都被忽视……考虑到内幕交易责任制度的严重性,这个问题尤其值得关注。”同前注[26],第292页。

[29] Nicholas Calcina Howson, supra note [16]. 此类问题在中国其他领域的立法和执行中也较明显。Wei Cui(崔巍),“What is the ‘Law’ in Chinese Tax Administration?” 19 Asia Pacific Law Review 1 (2011), 75(本文探讨了中国财政部与国家税务总局对越权税收“通知”的发布和应用,以及后者2010年制定的旨在推动税收规范合法化的规定)。

远远超过了法律的授权。^[30]《内幕交易认定指引》在大大扩张了第 74 条下“证券交易内幕信息的知情人”的定义范围的同时，还进一步地完全重铸了中国内幕交易规制体系，建立和增加了一些额外的责任基础，远远超过了 2006 年《证券法》所预计。用美国法理术语，其结果是在非公开《指引》中规定了 *Texas Gulf Sulphur* 的责任理论，将任何仅仅持有内幕信息并进行交易的人纳入规制范畴。反观 2006 年《证券法》，则制定了一个较为狭窄的责任体系，只适用于被法律认定的、或者依照法律规定的特定人士，以及因为非法获取内幕信息而产生责任的人。

那么，2007 年《内幕交易认定指引》是如何实现对对中国内幕交易法律体系的大规模重建的呢？《内幕交易认定指引》第 12 条（位于第 4 章“内幕交易行为的认定”之内）完全地忽略了法律体系，并且提出了一个全新的架构，确立了内幕交易的构成要件，如下：

第十二条 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。

此表述实质性地变更了，并且超出了 2006 年《证券法》第 73 至第 76 条所明确的内幕交易的法律规制。

《内幕交易认定指引》第 5 条及第 6 条提出了一个从未在 2006 年《证券法》中出现过的新术语——“内幕人”。而《证券法》则仅仅规定了“证券交易内幕信息的知情人”、非法获取内幕信息的人以及上述两者建议他人买卖证券的责任，但从未提及或者论述“内幕人”的责任。《内幕交易认定指引》虽然被授权详尽阐述其他“证券交易内幕信息的知情人”，但却在第 6 条第 1 项中做了完全相反的事情，反过来将 2006 年《证券法》第 74 条第 1 项至第 6 项法定的“证券交易内幕信息的知情人”并入了《内幕交易认定指引》所新创设的“内幕人”的种类之下。而《内幕交易认定指引》第 6 条第 2 项至第 5 项则进一步扩展了毫无法律依据的“内幕人”的范围，包括：

- 发行人、上市公司（被认定为“证券交易内幕信息的知情人”）
- 发行人、上市公司的控股股东、实际控制人控制的其他公司及其董事、监事、高级管理人员（被认定为“证券交易内幕信息的知情人”）
- 上市公司并购重组参与方及其有关人员（被认定为“证券交易内幕信息的知情人”）
- 因履行工作职责获取内幕信息的人（被认定为“证券交易内幕信息的知情人”）
- 《证券法》第 74 条第 1 项至第 6 项所规定的自然人（即，法律规定的“证券交易内幕信息的知情人”）的配偶
- 上述所有自然人的父母、子女以及其他因亲属关系获取内幕信息的人
- 利用骗取、套取、偷听、监听或者私下交易等非法手段获取内幕信息的人
- 通过其他途径获取内幕信息的人

最后，《内幕交易认定指引》第 5 条则规定，上述的内幕人既可以是法人，也可以是自然人。不

^[30] 依照《内幕交易认定指引》的明确规定，本《指引》适用于公开发行人和证券交易所市场上市的证券的交易行为（第 4 条第 2 款），而对于国务院批准的其他证券交易场所发生的内幕交易行为，则可参照《指引》。这个限制事实上并没有多大意义，因为所有内幕交易的执法案件都是针对上交所及深交所发生的证券交易的（也许只能在国有企业知情者及干部个人非法买卖在中国上市的非上市、非流通股份时，能被其用作辩护理由。当然，上述行为将会引发其他的法律或党纪责任）。

过,在新的表述中最令人惊讶的扩张,当属《内幕交易认定指引》的第6条第5项的内容,即上述“内幕人”定义中的最后一项,认为从执法目的考量,将任何“通过其他途径获取内幕信息的人”视为“内幕人”。这相当于宣布在中国,只要(在价格敏感期内)拥有内幕信息并进行交易,就将会构成内幕交易的责任的基础。

如前文所述,2006年《证券法》第75条定义了“内幕信息”,并列举了会被认定为内幕信息的几类信息。同时,法律还授予证监会“认定”其他“对证券交易价格有显著影响”的重要信息的权力。证监会2007年《内幕交易认定指引》响应了此授权,但却以一种看起来存在越权的方式进行了回应。最重要的是,《内幕交易认定指引》定义“内幕信息”不是为了2006年《证券法》(以及第73、74、76条,这些条款都援引了“内幕信息”,并将对于此类信息的使用视为认定违法的要件),而是根据《内幕交易认定指引》本身需要。更确切地说,其对“内幕信息”的定义,是为了前述第12条禁止中的全新的、单独的援引。因此,《内幕交易认定指引》并未被用来填补法律中的相关定义,反而用法律来部分填补了《内幕交易认定指引》所提出的新概念。

《内幕交易认定指引》第7条稍稍地改变了《证券法》第75条前段对于“内幕信息”的一般定义,规定《内幕交易认定指引》下的内幕信息是指“……涉及公司的经营、财务或者对一个公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开^[31]的信息”。相比之下,《证券法》第75条则强调信息可能“对该公司证券的市场价格有重大影响”。这一细微差别也许是旨在增强证监会对那些非典型的不以内幕交易公司身份参与证券交易的被告的执法能力,比如前述的兼并顾问的内幕交易。

随后,《内幕交易认定指引》第8条则反过来将2006年《证券法》第67条第2款(利用第67条第2款第12项对证监会的认定对证券交易价格有“显著”影响的授权)、第75条第2款第2项至第7项,以及第75条第2款第8项对证监会确定“内幕信息”的授权,合并入了《内幕交易认定指引》自己对“内幕信息”的定义。而且,《内幕交易认定指引》第8条第5项还直接地宣称其所规定的内幕信息还包括“对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”,这种表述完全照搬了2006年《证券法》第75条第2款第8项对中国证监会的授权。从对话角度来看,法律授权监管机构“对X进行定义以包含所有监管机构认为拥有Y特性的项”,而监管机构则并未经任何详细阐述,回应称“我们现在对X进行定义,其定义包含所有我们认为拥有Y特性的项”。简言之,《内幕交易认定指引》并没有实质性地精雕细琢或界定证监会的执法权力,而是重复了法律的表述和范围。令人高兴的是,《内幕交易认定指引》第9条确实规定了什么是“对证券交易价格有显著影响”的信息:在通常情况下,指一旦公开或公开后一段时期内导致公司证券的交易价格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的信息。

最后,2007年《内幕交易认定指引》第10条为“内幕信息”的认定注入了一个全新的概念,使得特定的信息只有在持有人于“价格敏感期”内进行证券交易时,才具有违法责任。而《内幕交易认定指引》亦明确了此期限的范围,乃是从内幕信息开始形成之日起,至内幕信息对证券的交易价格不再有显著影响时止(2012年《刑事处罚解释》则在没有法律依据的情况下,用了另一个全新的法律术语——“内幕信息敏感期”进一步修改此定义)。这个全新的概念是2006年《证券法》和2007年《内幕交易认定指引》起草差异的产物。如上所述,《证券法》第76条规定,证券交易内幕信息的知情人在此内幕信息“公开”前,不得从事证券交易。而《内幕交易认定指引》第12条第3项则将该限制转变适用于并不以信息“公开”的时间为界限的“价格敏感期”。即除内幕信息公开之时外,证监会将“该信息对证券的交易价格不再有显著影响时”也界定为交易者的法律义务消灭的时间,但

[31] 《证券市场上内幕交易行为认定指引》第11条对“公开”进行了定义。

这个时间节点对于持有内幕信息的交易者而言,是非常难确定的。

总之,2007年《内幕交易认定指引》突破了2006年《证券法》的边界。在2006年《证券法》之下,只有被狭窄定义的“内幕信息的知情人”或者非法获取内幕信息的人(直接利用内幕信息从事证券交易活动或者建议他人买卖该证券)才可能被认定为对明确定义的内幕交易承担责任。而在证监会2007年《内幕交易认定指引》之下,任何人只要持有被认定为“内幕信息”的信息(即构成指引之下的“内幕人”),并且在一个“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”,此人就必须承担内幕交易的责任。^[32]

其结果是,任何被认定持有内幕信息且在价格敏感期内进行证券交易的人,都将在《内幕交易认定指引》的规制下承担严格责任。其实,此责任实际并非绝对严格,因为本《指引》还采用了一种类似明知的要件——“(被告)是否知悉内幕信息”——但是此要件只适用于(1)2007年《内幕交易认定指引》中新扩充的“内幕信息的知情人”的“自然人的父母、子女以及其他因亲属关系获取内幕信息的人”^[33]以及(2)“利用骗取、套取、偷听、监听或者私下交易等非法手段获取内幕信息的人”和“通过其他途径获取内幕信息的人”。^[34]然而,对于其他大量的潜在被告而言,这一点并不能为他们带来一丝宽慰,因为以下两种行为人在2007年《内幕交易认定指引》下的责任更加严格了,包括:(1)2006年《证券法》第74条第1项到第6项起初所列举的“内幕信息的知情人”以及(2)上述被扩大范围了的“内幕信息的知情人”。《内幕交易认定指引》倒置了举证责任,以至于这些被告只有在“有足够证据证明自己并不知悉有关内幕信息”时才能被免去承担在价格敏感期进行内幕交易的责任。^[35]

那么,法律和证监会执行《内幕交易认定指引》之间的巨大差异是如何在面对应受处罚的交易时进行操作呢?在此我可以给出两个例子。首先,那些并未非法利用内幕信息但却在价格敏感期内进行交易的“内幕消息领受人”(如前文所定义的)依照2007年《内幕交易认定指引》的规定将会承担责任,尽管2006年《证券法》并未予以规制。同样,为收购方提供咨询的兼并顾问(如前文所定义的)如果在价格敏感期买卖并购目标公司的股票,则依照证监会《内幕交易认定指引》亦需要承担责任,而《证券法》也未予以规制。很明显,现在的问题已经不再是证监会扩大了2006年《证券法》第74条下的“内幕信息的知情人”的范围,因为证监会完全有权如此操作。真正的问题是,证监会创设了一个超越“内幕信息的知情人”及非法获取内幕信息的人(直接参与交易或者作为“内幕消息传递人”)范围的全新的被告——内幕人。此“内幕人”将会因为在价格敏感期内交易任何证券(即,不必是和它们有关的公司的股票)而承担严重的责任,而且新的举证责任几乎已经确保他们将会有罪(除非他们能证明相反的情况,即自己并不知悉或被告知有关内幕信息)。

四、处罚与罚款

在中国,反内幕交易通过行政及刑事处罚实施。至于其他的市场参与者提起民事诉讼要求赔偿的法律依据,则仍存在疑问。

[32] 需要注意的是,《内幕交易认定指引》第19条规定了几种不构成内幕交易行为的情形,范围涉及概括性抗辩(比如,上市公司回购股份或者上市公司控股股东及相关股东行为履行法定或约定的义务而交易上市公司股份)与知情抗辩(knowledge defenses),给证监会巨大的自由裁量权。

[33] 仅限于:证券发行人、上市公司;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人控制的其他公司及其董事、监事、高级管理人员;上市公司并购重组参与方及其有关人员;因履行工作职责获取内幕信息的人。

[34] 《证券内幕交易行为认定指引》第14条第2款。

[35] 《证券内幕交易行为认定指引》第14条第2款。

2006年《证券法》第202条为行政执法和处罚提供了法律基础,包括: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。而《内幕交易认定指引》第21条至第23条则规定了证监会计算“所得”的方法。《内幕交易认定指引》第24条及第25条则规定了证监会认定行政处罚相对严重程度所应使用的标准(《内幕交易认定指引》同时亦对那些没有因非法内幕交易而获得利润,或者只获得极小利润的人进行处罚)。罚款和警告同样也适用于利用法人实体参与内幕交易的自然人。而证券监督管理机构工作人员如果参与内幕交易,则将会受到最重的行政处罚。中国《刑法》第180条(与2006年《证券法》第231条)规定了针对内幕交易的刑事处罚,包括最高达10年的有期徒刑以及罚金(违法所得一倍以上五倍以下)。如前所述,2012年5月最高人民法院、最高人民检察院联合发布的《刑事处罚解释》的出台则大幅度地限制了惩治内幕交易的刑事执法,此《解释》重申了2006年《证券法》对于“内幕信息的知情人”的限制,将其限定在第74条所列举的范围内,并且稍稍阐述了非法获取内幕信息或者发布内幕信息的构成条件。

鉴于因果和信赖关系要件以及中国发展中的司法机构的能力,中国法下关于个人提起民事诉讼的理据则更模糊。已失效的1999年《证券法》第207条提及过因内幕交易而产生的“民事损害赔偿”,但是却没有提及当内幕交易被裁定构成后,受害者应当如何提起诉讼要求上述损害赔偿。而在2006年《证券法》第76条,则有一个类似的,或者说更明显的关于私人诉权的暗示,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。”(针对操纵证券交易的相同条款出现在第77条。)然而除此以外,2006年《证券法》没有对个人民事赔偿做任何进一步的阐述或者提供法律依据,这使得中国的内幕交易受害者必须适用侵权或者违约才能提起民事诉讼。中国原告的这些努力将极有可能遭到中国法院的驳回,因为此类索赔在法律(明文)中缺乏明确的法律依据。正如某位权威的中国证券法专家总结的那样:“……这样,没有办法完全保护受内部交易行为侵害的投资者的赔偿(权利)。”^[36]

五、依照法律和“指引”进行的惩治内幕交易执法

在具体的反内幕交易执法中,证监会通常会符合其态度严肃认真、技术能力高以及独立判断的声誉。比如,证监会正在发展出一套针对内幕交易的“习惯法”,对法律推定、证明责任以及明知等复杂的问题进行阐述。^[37]然而,从更高的层面看,证监会所从事的执法行为可以说已经是超越法律了,因为,证监会已经是依据存在缺陷的2007年《内幕交易认定指引》下的极其广义的理论,积极地进行内幕交易的执法,并且还是在2006年《证券法》明文规定并不追究责任的情况下进行。中国的学者已经肯定了这一点,^[38]我们只要浏览一下证监会网上公布的最近的执法决定,就能确认此问题的存在:

一个2011年的处罚决定^[39]展示了证监会如何随意地误用2006年《证券法》第74条。在该案

[36] 前注[24],叶林书,第312页。

[37] 前注[7],吴伟央、普丽芬文,第374页。(此文介绍了证监会2009年的规制体系,涉及以下问题:交易者抗辩称内幕信息是由独立分析所获得之时的证明责任分配问题;“知悉”(或者应当知悉)内幕信息的定义;进行内幕交易但却仅造成损失而没有任何违法所得时,交易者的责任;以及,利用代理账户进行内幕交易的证明方法。)

[38] 前注[24],叶林书,第319页。(“《证券市场内幕交易行为认定指引》明确地规定,证券交易所市场发行、上市的证券发生内幕交易行为的认定,适用本指引。而国务院批准的其他证券交易场所发生的内幕交易行为的认定,参照本指引执行。”)

[39] 参见《中国证监会行政处罚决定书(刘洋)》,[2011]24号,发文日期:2011年6月14日。

中,被告仅仅因为“参与了……(反向合并项目的)相关事务”就被认定为“证券交易内幕信息的知情人”。这和第 74 条第 4 项(“由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员”)并非同一回事。正因为被告所持有的重要信息是关于目标公司的,而非他所就职的公司,第 74 条第 4 项恰恰不能应用到本案中。同时证监会在决定书里也没有阐述将该被告的责任建立在法律所规定的非法获取内幕信息基础之上。很明显,证监会的执法依据乃是 2007 年《内幕交易认定指引》中较为广义的内幕交易责任基础。

在 2011 年的另一个执法案件中,^[40]证监会未经指出被告是如何被认定为 2006 年《证券法》第 74 条列举的“证券交易内幕信息的知情人”的,而简单地得出被告为“证券交易内幕信息的知情人”的结论。被告虽然是另一公司的高管(该公司可能为发行人的股东,并且符合《证券法》第 74 条第 2 项的规定,为持有发行公司百分之五以上股份的股东),但并没有被直接认定为拟转让发行人股权的控股公司的工作人员或者股东。而在处罚决定中,证监会并未觉得有任何必要去说明被告是如何成为“证券交易内幕信息的知情人”,或者说明他是否非法获取了内幕信息。毫无疑问,其原因在于证监会实际依据的乃是 2007 年《内幕交易认定指引》中较为广义的内幕交易责任基础。

在 2010 年的一起常见的丈夫泄露内幕消息妻子领受信息的案件中,^[41]证监会并没有将丈夫的身份与第 74 条所列举的人所联系,而是简单地宣布丈夫,作为内幕信息的传递人,是“证券交易内幕信息的知情人”。同时,证监会也没有另行认定他为第 73 条及第 76 条之下的非法获取内幕信息的人。诚然,他也许是重要的、非公开的内幕信息的传递人,但是他既非“证券交易内幕信息的知情人”也没有非法获取内幕信息,严格按照规定的话,他并不受第 76 条反内幕信息传递的约束。因此,除非证监会依据 2007 年《内幕交易认定指引》中的较为广义的内幕交易责任基础进行执法,否则仅仅作为一个内幕信息的持有人,他不会成为 2006 年《证券法》下的被告。其次,他的妻子作为内幕信息的领受人,其对内幕信息的持有也和非法获取内幕信息无关。因此,她也并非 2006 年《证券法》下的适格被告,证监会也只有通过 2007 年《内幕交易认定指引》才能对她进行执法。

至于人民检察院是否曾经或者现在正依据《内幕交易认定指引》超越法律的范围确定《刑法》第 180 条的内幕交易罪之要件从而对某些人判处有期徒刑,尚存疑问。鉴于刑事判决并不像民事和行政案例那样越来越多地被公开和详细论述,惩治内幕交易的刑法执法以及《刑法》第 180 条的真实情况鲜为人知。检察院与法院在报道刑事处罚时,一般只简单地报道被告犯内幕交易罪而已,而不阐述犯罪的理由。当然,鉴于证监会对其法外内幕交易执法的态度,认为人民检察院(在证监会这一负责执法的专家机构的影响下)同样在刑事范畴适用存在缺陷的《内幕交易认定指引》,也是可能的。2012 年《刑事处罚解释》的突然公布帮助我们了解此情况,因为该《解释》坚决地重申了在刑事检控问题上,法律规制优先于无边无界的 2007 年《内幕交易认定指引》。

六、结 论

上述分析使我们知晓,目前证监会在进行 2006 年《证券法》的执法行为时,并不遵从《证券法》本身所规定的狭窄理论,而是依照超越权限的 2007 年《内幕交易认定指引》的扩张理论。尽管此条法律受制于一个类似 *Cady, Roberts* 案及 *Chiarella* 案中的规范路径,外加 *O'Hagan* 案的非法获取理论的松散组合,中国的证监会却按 *Texas Gulf Sulphur* 案下广泛的执法体系而挥舞“大棒”。

[40] 参见《中国证监会行政处罚决定书(林士泉)》,[2011]26 号,发文日期:2011 年 6 月 29 日。

[41] 参见《中国证监会行政处罚决定书(贾华章、刘荣)》,[2010]53 号,发文日期:2010 年 12 月 21 日。

同样,中国的检察官也极其有可能在被告的行为并不属于2006年《证券法》和《刑法》划定范围内的案件中,将有缺陷的《内幕交易认定指引》作为唯一的内幕交易罪执法依据进行执法。从行政法的角度来看这些超越法律执法的例子,至少展现了证监会对1996年《行政处罚法》的违反,该法禁止任何缺乏法律依据的行政处罚,规定不依照法律的行政处罚是无效的,且禁止依据未公开的规定进行行政处罚。至于刑事层面的超越法律的执法,则问题更大,将会与《立法法》、《宪法》等的若干基本的法律背道而驰。

有趣的是,本文讨论的内幕交易执法上的违法和错配等严重问题,在2006年《证券法》第77条反“操纵证券交易”的执法中却并不存在。对于这类“操纵”,证监会很好地遵循了法律,仅仅对执法进行了“指引”,^[42]原因在于,第77条的起草具有高度概括性,该条第4项广泛且包罗万象地禁止了操纵证券市场的“其他手段”,而没有明确指出构成“操纵”的要件(比如明知、买卖证券行为等),且法律并没有对证监会或者其他机构进行规定规章的明确授权。所以对此,证监会可以依照法律自由地执法,禁止任何它认为的操纵行为,且无需参照任何通知或者普遍适用的行政法律规范。这种行为,我认为,都是其在惩治内幕交易时所不能采取的。

一些注意到中国资本市场内幕交易之猖獗而执法之贫弱,且对转型国家法律系统的细枝末节并不那么敏感的人,也许 would 认为,中国证监会或者检察官超越法律且过于宽广的执法是一个有积极意义的现象。如果不凭借最强硬、最广泛的法律规制和执法,中国的监管者又如何能惩罚那些厚颜无耻却几乎不用付出代价的违法者呢?他们的行为只会导致恶性循环,产生不断增长的内幕交易和市场操纵。毕竟,他们会指出,很多被送上内幕交易被告席的人,即便其行为没有违反法律所描述的狭义范围,但事实上的确因为交易非公开的、重要的信息而犯法。

而另一部分人,即便并不极度地反对证监会基于《指引》的执法体系的法律动摇性,也将会认识到,内幕交易执法规范的违法为证券监管者监管中国资本市场的力量蒙上了一层很深的阴影,并因此确信可感知的透明度以及信息对称对于维持投资者的信心和参与而言,至关重要。被告的任何一次针对惩治内幕交易行政或刑事执法的驳回都将会对监管者的辛苦得到的胜任之名声、制定规章的权力以及执法技巧功力造成严重的打击,并且会强化众多小投资者对于中国资本市场乃是不公平竞争的“赌场”的想法。而且,这也将会促使恶性循环的形成,因为参与内幕交易几乎零成本,反之会更加鼓励正不断扩大的违法活动继续前进。

目前我们唯一能够确定的是,中国实际上是在证券监管中最广义的理论基础下对国内市场的内幕交易进行执法,而且此理论和国家法律中所规定的截然不同。在此理论下,只要持有广义的内幕信息,就将被判定责任并且予以处罚。而至于这一张激进地重铸中国内幕交易执法体系的大网对于中国资本市场的发展而言究竟是否是好事,只有在未来当中国资本市场和它的市场参与者与全球的证券市场及监管制度更加接轨时才能被更好的理解和回答。

(责任编辑:许多奇)

[42] 证监会在出台2007年《证券市场内幕交易行为认定指引》的同时提供了相关指引。