

未公开重大交易信息应当作为内幕信息

——光大证券“乌龙指”事件处罚案分析

龙非*

摘 要 大宗交易信息对公司股票价格同样可能产生重大影响,在上述信息未公开的情况下利用该信息进行抢先交易,违反了市场交易公平原则,如果是基金经理利用客户的交易信息进行抢先交易,同样违反“信义义务”。因此未公开重大交易信息符合内幕信息的构成要件,利用上述信息进行抢先交易应当认定为内幕交易。同时应当注意利用交易信息进行内幕交易的主体,一般情况下不包括信息的产生主体。

关键词 交易信息 内幕信息 抢先交易 内幕交易

引言

所谓交易信息,是指在证券期货市场中因投资者的交易行为而直接产生的信息,包括交易的原因信息、交易计划信息等。在我国传统证券法理论中,内幕信息通常理解为与上市公司直接相关的信息,交易信息并不属于内幕信息的范畴。^[1]但是,如果交易信息如果公开可能对市场波动产生重大影响,则其他获知该交易信息的投资者就具有了市场优势地位,如果其他投资者利用尚未公开的交易信息进行证券期货交易,就可能对市场交易公平产生损害,最典型表现即是“老鼠仓”。由于传统理论中的交易信息并不属于内幕信息,因此《刑法修正案(七)》在刑法的第一百八十条增加了第四款,单独设置了“利用未公开信息交易罪”,以解决利用内幕信息以外的未公开交易信息进行交易的行为无法通过内幕交易制度予以惩戒的问题。^[2]“利用未公开信息交易罪”的构成要件之一,即是行为人“利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息”,这里“内幕信息以外的其他未公开信息”,主要就是与交易活动直接相关的决策信息。^[3]紧随《刑法修改案(七)》,2012年修改《证券投资基金法》时,专门针对基金管理人增加了一条“泄露因职务便利获取的未公开信息、利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交

易活动”,与内幕交易实际上也作了区别性规定,这一模式仍然沿用至今。^[4]

然而,交易信息能够构成内幕信息这一问题,在2014年的光大证券“乌龙指”案中受到挑战。光大证券的巨额错单交易信息,是非常典型的对市场波动可能产生重大影响的交易信息,对于光大证券当日下午的对冲行为而言,其上午的巨额错单交易属于交易原因信息。即因为其上午的巨额买入系因错单交易所致,从而导致光大证券下午采取做空方式来对冲风险。对于这一交易信息能否纳入到内幕信息,无论是中国证监会还是法院在该案中均明显持与《刑法修正案(七)》明显不同的思路,即认为即使交易信息也可以纳入到内幕信息的范畴。这一突破引发了学界的激烈讨论,不少学者认为这一突破不符合内幕交易的基本法理,并提出应当参考《刑法修正案(七)》的思路,在证券法中也增加专门的“利用未公开信息”违法责任条款以解决上述问题。^[5]由此,对于利用未公开的交易信息进行交易的行为,应当单独作为一种违法犯罪行为进行规制,还是应当统一纳入到内幕交易制度中予以规制,成为“光大证券乌龙指案”所引发的一个重要问题。为便于行文,笔者将这两种路径分别称为“分轨模式”和“并轨模式”。笔者认为,目前实际上采取的“分轨模式”的做法

* 龙非,北京市第一中级人民法院行政庭法官,法学博士。

[1] 参见李西臣:“错单交易信息何以成为内幕信息?——析证监会处罚光大证券‘乌龙指’案”,载《兰州学刊》2016年第5期。作者认为内幕信息本应译为“内部信息”,以体现其产生于上市公司内部,而交易信息则与之相对称为“外部信息”。

[2] 参见顾肖荣:“为解决证券市场‘老鼠仓’问题的若干立法建议”,载《政治与法律》2008年第5期。

[3] 参见黄太云:“《刑法修正案(七)》解读”,载《人民检察》2009年第12期。

[4] 《证券投资基金法》第20条第6项。

[5] 参见李西臣:“错单交易信息何以成为内幕信息——析证监会处罚光大证券‘乌龙指’案”,载《兰州学刊》2016年第5期。



并不符合法理,且可能会导致执法标准的混乱。应当采取并轨模式,即将交易信息纳入到内幕信息的范畴,将利用未公开交易信息进行交易的行为统一纳入到内幕交易的制度框架下予以规制。

一、并轨模式——域外通行模式

利用未公开的交易信息进行交易,在各国证券期货的市场上均不鲜见,该问题并非我国所特有。如果对域外主流资本市场的法律制度予以考察,会发现并轨模式其实才是主流资本市场的通行做法,我国目前所采取的分轨模式反而是一个特例。

(一) 美国

在美国,SEC制定的10b5-1规则中并没有“内幕信息”(insider information)这样的表述,而是称为“重大未公开信息”(material non-public information),因此首先从概念使用的角度就不存在“内幕信息”与“重大非公开信息”的区别问题,也就更不存在独立于内幕交易的“利用未公开信息交易”违法行为。关于交易信息能否构成内幕信息的探讨,最早来自于对“抢先交易”规制路径的争议。抢先交易(front-running),又译为“扒头交易”,一般是指交易者利用其知悉的尚未向市场公开的大宗交易信息,率先进行相关交易以获取利润的行为。我国证券市场中所称的“老鼠仓”就是其中的典型表现形式之一。

1978年,在美国证券交易委员会(SEC)向美国国会提交的《期权市场专门研究报告》中,对于抢先交易就明确界定为是“利用尚未报告的大宗交易信息,实施与该信息相关联的证券交易”。^[6]SEC认为抢先交易不正当地利用了非公开信息,破坏了市场的公平竞争,应当至少通过交易规则予以禁止。不过,在报告中SEC并未明确认定抢先交易是否构成内幕交易。到了上世纪80年代后期,SEC对于抢先交易的立场日益明确。在1985年美国联邦第七巡回法院审理的United States V. Dial一案中^[7],被告是期货交易的经纪人,在获知自己客户将在大单交易的情况下,提前在自己的账户下单。第七巡回法院认为,虽然期

货交易所确实没有明确的规定禁止期货经纪人先于自己的客户进行交易,甚至在期货交易之中也没有明确的禁止内幕交易的规定。但是,这样的抢先交易行为显然违反了经纪人对其客户所负有的信义义务,会对商品期货交易造成损害,因为这意味着期货交易投资者将不得不委托一个与自己的利益有冲突的经纪人来实施交易。第七巡回法院据此认定被告的行为构成犯罪行为。1988年,在另一起SEC作出纪律处罚的案件中,经纪人在获知客户的委托交易价格的情况下,为自己的账户设定了更有利的交易价格。SEC认为经纪人的上述行为违反了其对客户所负有的信义义务,应予处罚。^[8]

在期货领域,美国商品期货委员会(CFTC)对于抢先交易的态度与SEC一直存在差异,但主要的分歧在于抢先交易行为本身的当罚性,而不在于抢先交易是否应当独立于内幕交易来规制。^[9]CFTC对于将利用交易信息进行交易的行为认定为违法行为的主要担忧,在于期货领域利用交易信息进行对冲是相当普遍的现象,如果将利用未公开交易信息的行为简单认定为违法行为,可能会对期货市场的正常运行产生负面影响。不过,CFTC在经过长期的深入研究之后也认可,如果是期货经纪人利用自己客户的交易信息进行抢先交易,已经违反了自己对客户所负有的信义义务,对于市场而言也是不公平的交易行为,因此仍然应当构成内幕交易。^[10]基于上述观点,CFTC在其制定的1.59规则中专门规定,自律组织的雇员不得利用重大非公开信息进行交易,并明确规定重大非公开信息包含但不限于预计的现金头寸,商品利益,交易策略,自律组织成员或者其客户的金融状况等等。^[11]

根据上述规定,无论是SEC还是CFTC均非常明确地将交易信息纳入到内幕信息的范畴加以规制。美国是内幕交易制度的发端国,但是在交易信息能否构成内幕信息问题上,并无所谓内幕信息仅限于与上市公司相关的信息的限制。

[6] See Generally Securities Exchange Commission, 96th Cong. 1st Sess., Report of The Special Study Of The Options Markets To The Securities And Exchange Commission, P.183 (comm. print 1978).

[7] 757 F.2d 163 (7th Cir.1985).

[8] See Securities Exchange Act Release No. 25,887 [Current Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep (CCH), 84,303 (July 6, 1988).

[9] See, Jerry W. Markham, “Front-Running” – Insider Trading under The Commodity Exchange Act, 38 Cath. U.L.Rev.69(15).

[10] See, supra, Fn.9.

[11] 17 CFR 1.59 – Activities of self-regulatory organization employees, governing board members, committee members, and consultants, § (5).

（二）欧盟

2003 年，欧盟制定了针对内幕交易和操纵市场的指令（RICHTLINIE 2003/6/EG），在这一指令的第一条第三款规定，欧盟《市场滥用指令》第 1 条第 1 款^[12]就明确规定，“对执行相关金融工具委托交易指令的主体，内幕信息是指由客户发出并尚未实施的客户委托交易信息，该信息具有具体的内容，直接或间接地影响一个或多个金融工具的发行人或金融工具本身，且未对外公开，并足以对该金融工具的市场波动或基于该金融工具的金融衍生品的波动产生重大影响。”上述规定将交易信息明确纳入到了内幕信息的范畴，并未将内幕信息和交易信息予以区别对待。

（三）瑞士

瑞士并非欧盟国家，因此并不适用上述欧盟指令。但是对于利用交易信息进行抢先交易的规制，瑞士的监管机关同样予以了明确规定。瑞士的法律规定中将内幕信息称为“未公开的价格敏感信息”。瑞士对于“未公开的价格敏感信息”的定义与我国证券法比较接近，凡是对证券价格可能产生重要影响的尚未公开的信息，均属于“未公开的价格敏感信息”。瑞士的金融监管机关 FINMA 在其 2008/38 号《证券交易中的市场行为监管规则》第六章中对于证券交易的经纪人利用客户的交易信息进行抢先交易、平行交易或者事后交易均明确予以了禁止性规定。^[13]在该监管规则中，此类行为也属于利用非公开信息进行交易的不当行为（die Ausnützung der Kenntnis vertraulicher Tatsachen）的一种亚类型。

二、两种模式之比较

我国学术界在讨论“老鼠仓”这一典型抢先交易行为的规制路径时，从一开始就毫无疑问地选择了分轨模式，因此有必要对产生这一现象的原因进行梳理和分析。从学术界关于《刑法修正案（七）》第 180 条修改的讨论过程来看，我国之所以采取分轨模式，主要有以下两个方面的理由：第一，我国《证券法》第 75 条对内幕信息范围的规定，都是与上市公司有关的特定信息，而“老鼠仓”行为涉及的投资信息，大部分涉及的却是非上市公司信息，难以划入内幕信息范畴；第二，内幕信息按照法定程序应该予以公开，而“其他未公开的信息”并

无必须公开的义务。^[14]

（一）分轨模式的弊端

基于前文的分析，主张分轨模式的理由在法理上并不能成立，但除了法理上的缺陷以外，分轨模式在实际操作方面也会带来法律适用方面的混乱。由于内幕信息的外延界线本来就并不十分清晰，因此要清晰地界定“内幕信息以外的重大未公开信息”，很容易成为法律适用的困扰。如果在具体案件中对此问题产生争议，还可能导致行政执法和司法审判构成法律适用错误，而这种区分并无实际意义。

从立法的角度，分轨模式也显得过于叠床架屋，导致立法体例复杂而混乱，反而容易造成法律漏洞，并且这种问题在实践中已经反映出来。比如以公募基金和私募基金为例，在《证券投资基金法》第 20 条第 6 项对于公募基金经理明确规定了不得利用因职务使得而获取的未公开信息从事交易，并在第 123 条第一款规定了法律责任。上述规定对于公募基金经理利用未公开信息进行交易明确规定了处罚责任，但是对于私募基金经理却没有规定。《证券投资基金法》第 31 条明确将私募基金经理的规范办法，授权给了证监会制定，由于证监会最高只能制定规章，而根据行政处罚法的规定，规章不能设定罚款以上的处罚幅度。这一错位导致同样利用未公开信息进行交易的行为，对于公募基金经理实际上是比照内幕交易相同的法律责任进行处罚，而对私募基金经理则最高只能处以三万元罚，甚至不能没收违法所得。^[15]如果统一适用内幕交易进行处罚，则不仅不会出现这样的错位，而且甚至没有必要在证券法之外另行规定此类法律责任。

（二）并轨模式的法理基础

1. 未公开重大交易信息符合内幕信息的特征

主张交易信息不能纳入到内幕信息范畴的另一个理由，是认为与上市公司相关的信息，上市公司负有披露义务。而大部分交易信息的信息主体并不负有对市场的公开义务，因此这些信息无需公开，也就难以认定为内幕信息。这一理由首先缺乏充分的法律依据，因为《证券法》第 75 条并没有规定信息主体负有公开义务是构成内幕信息的要件之一。

更重要的是，也很难为这一理由找到充分的法理依

[12] Richtlinie 2003/6/EG, § 1 Abs.1.

[13] FINMA, Rundschreiben 2008/38, Marktverhaltensregeln–Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel, Rz 39–44.

[14] 参见叶建勋：“关于‘老鼠仓’行为入罪的思考”，载《法学杂志》2009 年第 9 期。

[15] 《私募投资基金监督管理暂行办法》第 23 条第 5 项、第 38 条。



据。由于主张这一理由的文献对于这一理由的法律或者法理依据并未进一步阐述,^[16]因此笔者只能揣测,这一理由可能来源于内幕信息制度中“公开信息或者戒绝交易”(disclose-or-refrain)这一基本原理。持这一理由的论者可能认为,如果信息不具有法定的公开性,也就不存在法定戒绝交易的问题。如果是这样的逻辑,那么即便是单独设置一个“利用重大未公开信息交易”违法条款,同样也会面临这样的困境。而且,内幕交易制度也没有以内幕信息必须属于法定应当公开的信息为要件。实际上,许多与上市公司相关的内幕信息同样可能不会被公开。比如,假设一个公司的实际控制人决定要实施并购重组,按照证券执法机关目前的认定标准,此时内幕信息可能已经形成,但此时上市公司并未停牌公告。在后续过程中,实际控制人可能尚未将该计划提交董事会讨论就已经决定放弃。这一内幕信息最终可能并不会被上市公司披露,但在此过程中,知悉这一内幕信息的高管如果利用这一内幕信息进行交易,同样构成内幕交易。

2. 并轨模式符合内幕交易的法理

关于内幕交易行为的社会危害性,理论上有两种观点,一是认为内幕交易行为人违反了信义义务,二是认为内幕交易行为损害了市场交易的公平。^[17]

违反信义义务是禁止内幕交易的最主要法理依据。一上市公司的高管基于其履行职务,往往会获取大量与上市公司的经营管理相关,且不为市场其他主体所知晓的信息。如果上市公司的高管利用这些信息为自己谋利,显然有悖职业诚信,英美法上称为违反信义义务(Fiduciary Duty)。因此,传统内幕交易制度所要禁止的,就是这些与上市公司或者上市公司的股东具有特定联系,并基于这种特定联系而能够获取重大非公开信息的主体,因此传统内幕信息的主要表现形式就是与上市公司相关的信息。但是,判断是否构成内幕交易,关于是否违反了信义义务,而非获取的信息必须是与上市公司相关的信息。利用交易信息进行抢先交易同样具有违反信义义务的特征。获取客户交易信息的经纪人,如果利用客户的交易信息进行抢先交易,实际上是把本应由客户赚的钱装进了自己的腰包,因此仍然是一种违反信义义务的行为。无论是SEC、CFTC还是美国联邦巡回法院,之所以均认定抢先交易具有社会危害性,也是基于这种行为违反了禁止内幕交易所

要保护的最重要法益,即信义义务。上市公司高管基于自己的职务优势,利用与上市公司相关的信息,是违反信义义务的一种典型表现,但由此反推出交易信息就不能构成内幕信息,显然并无法理依据。

损害市场交易的公平性是禁止内幕交易的另一个法理依据。禁止内幕交易的目的在于保护市场的公平竞争。资本市场是一个竞争的市场,因此资本市场的公平竞争是指“武器公平”,而非实力公平或结果公平。各个投资者基于自身的实力而取得的竞争优势地位,不仅不能否定,而且还应当予以鼓励,因为这是资本市场能够持续具有竞争力的基础。投资者的竞争优势,既包含资金优势也包含信息优势,但这种信息优势应当来自于投资者对信息的获取、分析和研究能力。内幕交易者仅仅基于自己特定的地位(比如上市公司高管或为上市公司服务的证券公司、会计师事务所、律师事务所等,或者作为证券期货公司利用自己客户的大宗交易信息等),而获取尚未公开的信息,其他市场主体无论信息获取、分析和研究能力有多强,均不可能通过合法途径获取该信息,因此构成“武器不均等”。因此如果利用内幕信息进行交易将构成不公平竞争,从而具有当罚性。在影响市场公平性这一点上,利用交易信息进行抢先交易亦无二致。证券期货的经纪人基于与客户之间的关系,能够获得其他市场主体通过合法途径无法取得的信息。其他市场主体由于未能事先获取这些可能影响市场波动的交易信息,因此在交易过程中处于不对等的地位。

无论从违反信义义务的角度,还是从保障交易公平的角度,利用交易信息进行抢先交易与一般的内幕交易在社会危害性上并无本质不同。《刑法修正案(七)》第180条将“利用未公开信息交易罪”与“内幕交易罪”置于同一条,也说明立法者充分了解二者之间的紧密联系。但是在立法路径的选择上,仍然采取了双轨制,其实还有另外的考虑——证券法的既定立法体例。

(三) 并轨模式的《证券法》依据

法律解释是一个多元解释方法相结合的法律适用体系,法律解释并非只有立法原意解释一种解释方法。而且,按照现代的法教义学理论,立法原意解释其实是最后考虑的解释方法,因为通过法解释方法让法律规范不断适应社会的发展,才是法官最重要的职责。因此,如果暂时将立法原意搁置一边,运用其他法律解释方法来考察《证券法》

[16] 同前注[14]。

[17] See, Brudney, Victor, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws, 93 Harv. L. Rev. 322 (1979-1980).

第 75 条, 交易信息并非不能纳入内幕信息的范畴之内。

首先, 从文义角度分析, 《证券法》第 75 条对于内幕信息的界定, 采取的是概括 + 列举的方式, 核心的定义是第 1 款, 第 2 款的列举是对第一款的进一步说明。从第 2 款的表述来看, 一方面第八项兜底条款作为依据, 另一方面, 第 2 款也没有定位于穷尽式列举, 而是对第 1 款定义的说明式列举。因此, 即使没有包含在第 2 款明确列举的内幕信息情形之中, 也不能反推出交易信息就不能纳入到内幕信息的范畴, 核心的依据仍然在于第一款的界定。

第 75 条第 1 款规定, “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”。在上述定义的内幕信息类型中, “对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息”完全可以包含对公司证券的市场价格有重大影响的交易信息, 从文义解释的角度并无任何障碍。

其次, 从立法目的角度分析, 正如前文关于内幕交易制度法律基础的分析, 利用公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息进行证券交易, 对于证券市场的危害性与一般内幕交易行为并无本质不同。将交易信息纳入到内幕信息的范畴, 并不违反《证券法》第 75 条的立法目的。而且, 证券法的立法者也并未将内幕信息就仅仅限定于与上市公司相关的信息, 而是明确指出内幕信息包含两类: 一类是与公司相关的信息, 另一类是可能对公司证券价格产生重大影响的信息。第二类信息既可能来源于公司内部, 也可能来源于公司外部。因此即使从立法原意角度考虑证券法第 75 条的含义, 也不能当然将交易信息排除于内幕信息的范畴之外。^[18]

因此, 无论从文义解释的角度还是从立法目的的角度分析, 将交易信息纳入到内幕信息的范畴均无实质性障碍。

三、并轨模式下需要注意的问题

笔者认为, 无论从法理基础还是从法律适用的统一性角度, 都不宜采用分轨模式的模式。不过, 将交易信息纳入到内幕信息之后, 对于内幕交易制度确实有两个方面需要进一步明确, 否则有可能会产生制度上的偏差。

(一) 内幕信息的事实公开

虽然本文认为信息是否法定应当公开, 并非认定是否构成内幕信息的要件。但是, 由于交易信息的信息主体往往不具有法定的公开义务, 因此, 将交易信息纳入内幕

信息的范畴之后, 对于内幕信息公开的方式, 就不应仅限于上市公司在法定披露平台的法定公开, 而应当进一步考虑通过交易平台以及媒体揭露等方式的事实公开。以“光大证券乌龙指”处罚案中, 虽然一审判决没有认可原告关于相关信息已经通过媒体揭露的方式公开的主张, 但是法院的论证通过明确媒体揭露方式公开所应当满足的基本条件。一审判决书认为, 内幕信息以媒体揭露的方式公开应至少满足三个要件: 第一, 相关媒体报道能够为市场主体所广泛周知; 第二, 媒体所揭露的信息具有完整性, 即已经包含内幕信息的主要内容, 从而使理性的市场主体能够就其可能产生的市场影响进行综合判断; 第三, 理性的市场主体能够相信相关媒体揭露的信息具有可靠性。上述论述实际上表明法院认可了媒体揭露在符合一定条件的情况下, 同样可以构成信息公开的有效途径。

需要注意的是, 并不是为了将交易信息纳入内幕信息的范畴, 才将内幕信息的公开途径予以扩大。其实内幕信息的公开方式本来就包含媒体揭露等事实公开方式, 在中国证监会《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第 11 条就已经规定, “本指引所称的内幕信息公开, 是指内幕信息在中国证监会指定的报刊、网站等媒体披露, 或者被一般投资者能够接触到的全国性报刊、网站等媒体揭露, 或者被一般投资者广泛知悉和理解。”上述规定就已经包含了媒体揭露这一公开方式。而且, 从内幕交易的主体从利用职务便利直接获取内幕信息的高管, 扩展到其他事实上知悉了内幕信息的主体之后, 内幕信息的公开方式也不可避免地需要扩大。但是, 当交易信息可以作为内幕信息之后, 信息的公开方式就不可能仅仅限于法定披露平台公开, 而必须包含媒体揭露等客观方式的事实公开, 否则就会出现内幕信息事实上已经被公开, 但由于没有法定披露途径, 在法律上无法被公开的矛盾结果。

(二) 内幕交易的主体限制

虽然在一般情况下, 内幕信息的知情人利用内幕信息进行交易即可构成内幕交易, 但是通常认为内幕交易的主体存在一个法理边界, 即内幕信息的产生主体自己利用该信息进行交易, 不构成内幕交易。美国哈佛大学法学院教授 Victor Brudney 于 1979 年发表在《哈佛法律评论》的《内幕交易者、外部交易者及联邦证券法框架下的信息优势》^[19]一文中, 就明确指出, 大宗交易者自己的信息虽然

[18] 参见全国人民代表大会常务委员会法工委主编, 《中华人民共和国证券法释义》, 法律出版社 2005 年版。

[19] Victor Brudney, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws, 93, Harv.L.Rev. 322(1979).



很容易满足内幕信息的要件：如果公开会影响其他投资者的投资行为（重大性），其他投资者也无从获取（未公开性），但是如果要求大宗投资者必须先公开自己的信息才能从事交易，会让其他的市场主体坐收渔利，破坏证券市场健康发展所必不可少的竞争机制。在 William Wang / Marc Steinberg 所著的《内幕交易》一书中也明确指出，虽然投资者利用自己产生的对市场有重大影响的信息很容易满足内幕信息的要件，但“SEC 10b5-1 规则禁止的只是在特定情形下利用他人的信息而进行的交易，不包括投资者利用自己的信息进行的交易”。^[20]

上市公司回购自己的股票不构成内幕交易，^[21] 其实就是这一边界的体现。不过，在内幕信息产生主体是上市公司的情况下，这一边界问题并不是十分突出，因为除了回购股票外，上市公司利用自己的内幕交易进行交易的情形很难出现。但是，在交易信息作为内幕信息时，这一边界问题就显得尤为突出，因为交易者利用自己的交易信息（包括交易计划信息、交易原因信息等等）提前安排和部署对冲交易等，在市场交易中是十分常见而且必要的交易行为。如果将交易信息的产生主体利用自己产生的信息进行交易也认定为内幕交易，将导致正常的风险对冲交易无法进行。CFTC 在前述内幕交易报告中就明确指出^[22]：“本报告不涉及交易主体基于知晓自己在现货或期货市场的头寸而进行的交易。市场主体获取其自身财产信息的能力，是市场主体传统的特权。期货市场是一种衍生的、风险转移的市场，如果对能否允许投资者基于知道自己的头寸情况而对冲风险提出质疑，会破坏市场基本的经济功能——即对冲风险。因此，本报告与美国国会的要求也一致，即基于自己在现货或期货市场的头寸而进行的交易，应排除于内幕交易的讨论范畴。”

欧盟《市场滥用指令》第 1 条第 1 款^[23]也有类似的明确规定，“对执行相关金融工具委托交易指令的主体，内幕信息是指由客户发出并尚未实施的客户委托交易信息，该信息具有具体的内容，直接或间接地影响一个或多个金融工具

的发行人或金融工具本身，且未对外公开，并足以对该金融工具的市场波动或基于该金融工具的金融衍生品的波动产生重大影响。”上述规定亦限于客户的交易信息方属内幕信息。欧盟《市场滥用指令》中所附理由第 30 条^[24]对此作出了解释，指出：“交易者买卖金融产品必然基于自己的买卖金融产品的决定而作出，因此利用自己买卖金融产品的相关情况而作出的交易决定不能认定为利用内幕信息。”

作为非欧盟国家的瑞士也遵循这一原则。瑞士金管局 FINMA 2008/38 号《证券交易中市场行为监管规则》第四章“真实供需行为”中，也明确规定，“基于自己建立的头寸或者交易所的委托单簿而产生的信息进行的对冲交易、自我交易、做市交易”，属于“合法的证券交易和市场行为”范畴^[25]。在瑞士，该豁免情形还被学理称之为“任何人不能构成自己的内幕交易者”原则。

结语

将利用对市场有重大影响的交易信息的行为，独立于内幕交易予以规制，其实并没有充分的法理依据，根本上源于对于内幕交易制度的传统理解，即认为内幕信息只能是与上市公司相关的信息。这种传统理解方式已经不符合现代内幕交易制度的通行观念和立法例，而且会给立法体例和法律适用带来混乱和困扰。因“光大证券乌龙指”事件所引发的行政处罚和诉讼案件，对于将交易信息纳入到内幕信息已经进行了有益的探索和尝试。笔者建议，应当放弃目前内幕交易和利用未公开信息交易的分轨立法体例，统一纳入到内幕交易制度中予以规范。与此同时，对于内幕信息的公开方式以及内幕交易主体的限制等问题也应当予以关注，以避免内幕交易认定的扩大化，影响市场交易的正常进行。

（责任编辑：王锐）

[20] See William Wang/Marc Steinberg, Insider Trading, Oxford University Press, 2010, P.141.

[21] 《中国证券监督管理委员会证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》第 19 条第 1 项规定，“上市公司、上市公司控股股东或其他市场参与者，依据法律、行政法规和规章的规定，进行下列市场操作的，不构成内幕交易行为：（一）上市公司回购股份”。

[22] See supra, FN.2.

[23] Richtlinie 2003/6/EG, § 1 Abs.1.

[24] Erwägungsgrund Nr.30 der Richtlinie 2003/6/EG.

[25] FINMA, Rundschreiben 2008/38 Marktverhaltensregeln, Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel “: Namentlich zulässige Effektingeschäfte und Verhaltensweisen: Absicherungsgeschäfte, Eigenhandel, Market Making aufgrund von Informationen des Effektenhändlers aus seinen Positionen oder aus dem Orderbuch der Börsen.