

从法律责任视角论 证券市场内幕交易行为监管

崔金珍

(天津财经大学法学院 天津 300202)

内容提要:证券市场被誉为“国民经济的晴雨表”,一直以来对于优化资源配置起着重要的作用。但是近年来我国证券市场上出现的一些异常交易行为——以内幕交易为代表,严重影响着证券市场的交易秩序和资本市场的健康有序发展。当前的内幕交易已然衍生为信息、资本与权力的结合体,且内幕交易主体呈现出群体化、复杂化的特点,行为方式亦向多样化发展,存在内幕信息的确定标准不一、对于内幕交易的监管不到位以及责任设定不严谨等问题。对于内幕交易的监管,不能局限于以行政处罚与刑事处罚为主,应以公私法并用结合司法救济的模式保护投资者的合法权益,完善民事责任的有关内容,借鉴其他国家的先进经验,设立一套严格的事前预防和事后处罚体系,更加高效地实施监管。

关键词:证券市场 内幕交易 内幕信息 内幕交易监管

DOI:10.16092/j.cnki.1001-618x.2018.06.008

近年来,内幕交易行为是我国各监管部门重点打击的对象,但这一行为并未得到有效遏制,面对其所带来的优厚利益,许多人明知具有违法性不可为而禁不住诱惑为之。^①仅2007—2017年这10年间,证监会作出行政处罚决定的内幕交易案就有235起之多。^②证券市场的“公开、公平、公正”三原则,在内幕交易行为的渗透下将名不副实,其他投资者的财产利益

也会受到严重损害,正常有序的交易秩序得不到有效的维持。内幕交易行为不断出现将导致投资者因担心财产受损而不敢进行投资,最终证券市场的功能得不到有效发挥。证券市场对国民经济的预测作用是通过证券价格和指数反映的,内幕交易导致资本市场上的某些价格指数波动,获知内幕信息者在本质上与其他投资者并非平等,证券价格和指数的客观性与真实

作者简介:崔金珍(1974—),女,朝鲜族,黑龙江牡丹江人,天津财经大学法学院副教授、硕士生导师。

本文由天津财经大学“研究生科研资助计划”(编号:2017TCS08)资助。

① 参见张子学《浅析单位内幕交易违法的认定与处罚》,载《证券市场导报》2011年第7期,第22页。

② 依据中国证券监督管理委员会已公布的行政处罚决定书得出相关数据。中国证监会公开发布的针对内幕交易做出的33份行政处罚决定书中,涉嫌公司的有3份,其他均为对个人的处罚。

性也会大打折扣。上市公司的真实情况不能成为股民进行公开公平判断选择的依据,证券市场对于国民经济准确预测的这一作用将失效,亦不能对资源进行合理的配置。

当前,学界对于内幕交易行为的认定还未形成统一的标准,内幕交易主体的范围、内幕信息的确定等尚未达成一致。科技的发展使得相关内幕交易人员不再使用传统的方式进行内幕交易,而是以一种相对隐蔽的方式如“传递型”的内幕交易方式达到目的。基于政府行为的内幕交易案件逐渐增多,我国相关部门对于证券市场中内幕交易行为的监管多局限于行政处罚与刑事责任的设定,而从民事责任设定的角度监管内幕交易的做法较少。虽然由国家宏观政策导致内幕信息泄露的内幕交易案件数量增多,但防范此类事件发生的法律法规却几乎没有。笔者将从我国证券市场上内幕交易的主体、内幕信息的确定、行为方式三个角度出发,深度剖析内幕交易的形成与本质。通过分析英、美、韩等国家的监管措施,提出有利于我国有关部门进行内幕交易监管的建议,并着重从民事责任的角度规制我国证券市场上的内幕交易行为,实现多维度多方位监管,不断引导证券市场向有利于资本运行与资源有效配置的方向发展。

一、我国内幕交易认定的现状分析

近几年,证券市场中内幕交易行为因其日益猖獗而备受关注,但是对于内幕交易的认定从主体到行为方式没有一套严格的认定标准。主体的不确定、内幕信息认定的不统一、内幕交易行为方式认定的不全面为监管设立了重重阻碍,导致相关部门不能对其实施有针对性的、高

效的监管。

(一) 内幕交易主体认定的不确定

内幕交易的主体是指在不适当的时间内获知了具有重要性和未公开性信息的人,^③具体指一切通过正当或不正当的途径,在可能会对市场产生重大影响的信息正式公开之前,利用该信息进行交易的人。内幕交易的主体有两大类:一类是知情人,即基于职务、业务之便接触到内幕信息,或是与知悉内幕信息的主体具有亲朋关系的人。比如,某人在与知悉内幕信息的有关主体进行日常交往过程中无意间获悉了内幕信息,从常理看这一行为不包含任何非法手段,但是在该人出现异常交易行为之时,若无正当理由解释其异常交易行为,则认定其符合内幕交易的主体要件。^④另一类是非法获取内幕信息的人,即故意购买他人泄露的内幕信息、以威逼利诱等手段获取内幕信息、非法侵入他人信息设备从而获取内幕信息以及在“背后偷偷看牌”的人。^⑤我国《证券法》仅将利用内幕信息进行交易的主体列为内幕交易主体,而忽视了泄露内幕信息的人以及接受内幕信息的人。这一做法忽视了发行人、秘书、会议时的记录人员以及其他可以通过职务之便接触到或获取内幕信息的人员。证券监管机关及其各部门的相关工作人员、经济管理机关的工作人员、发行证券时所聘请的专业人员都有可能是内幕信息的知悉者。^⑥与发行主体具有职务或业务关联性的主体——新闻记者、编辑、相关报刊网站有关人员以及其他可以接触到内幕信息的主体也应包含在内。不可忽视的是,对于虽脱离内幕人的身份但是在内幕信息被市场吸收之前自己进行买卖或建议他人利用该信息进行交易的人,我

③ 参见曾洋《证券内幕交易的“利用要件”》,载《环球法律评论》2013年第6期,第53~58页。

④ 参见曾洋《证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开》,载《中国法学》2014年第2期,第158~160页。

⑤ 参见吕成龙《谁在偷偷地看牌?——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》,载《清华法学》2017年第4期,第157~158页。

⑥ 参见王润生《内幕交易犯罪中“知情人员”和“内幕信息”的认定探讨》,载《犯罪研究》2012年第8期,第56页。

国《证券法》以及相关法律并未将其规定为主体。

(二) 内幕信息认定的不统一

因内幕信息涉及公司的并购重组、待签或代办合同内容、公司投资导向、分配等有关信息,所以对于证券的价格具有导向性作用。作为判断内幕交易行为成立与否的必要条件,对内幕信息的认定需要具有明确的标准。通常认为内幕信息的基本特征有三个,即重大性、确定性和未公开性。在实际运用中,对于重大性这一标准仅靠是否影响市场价格来判断无法做到与整体强制信息披露制度重大性标准的统一;对于确定性的认定也较为模糊,且标准不统一;而交易所依据的信息是否为未公开的重要信息是判断其是否为内幕信息的重要标准。

1. 重大性的认定。内幕信息足以对公司的证券市场价格产生重大影响。目前对于内幕信息重大性的认定存在三种类型:抽象型(以理性投资人的标准判断)、列举型和综合型。我国采取的是列举型,在相关法律中列举出重大性的内幕信息。这一做法表面上详细具体具有可操作性,但实际上并不能完全列举,难免会挂一漏万。且在以重大性认定某信息是否为内幕信息时,相关部门往往会忽视一类信息,即公司的财务信息、年度亏损状况以及资产负债状况等。虽然这些不是明显的重要信息,在短期内对公司的状况可能不会有太大影响,但是在较长周期内会对公司的结构、组成人员等产生重大影响从而使公司的股价发生波动。有关部门在对内幕信息认定的过程中,仅仅局限于短期内是否具有重大影响而忽视了其潜在的价值,未将考量的周期相对拉长判断交易方在进行交易时所依据信息的重要程度,没有从内幕信息所属主体、其他投资者、专业投资者的角度综合考量信息的重要程度,这样一来对于内幕交易

的认定显得过于武断。

2. 确定性的认定。内幕信息重大性的判断是以确定性为前提,同样,具有确定性的内幕信息是在该信息具有重大性的前提下成立的,二者互为前提。如果信息不能够确定下来,就不具备内幕信息的三个特征之一,不能认定该信息具有重大性;若信息不具有重大性,则不需要确定该信息敏感期的形成日期,其将不具有确定性。确定性标准的制定正是为了达到排除谣言、市场预测等不实信息,最终达到准确过滤市场信息、提高认定内幕信息的效率这一目的。^⑦但我国的相关法律并未对确定性作出规定,只是列举出重要的信息作为内幕信息;在对内幕交易行为进行认定时,不能依据有关标准及时排除没有具体内容和事实依据的信息;且信息内容的不确定、不具体导致在判断某一信息是否影响了投资者的投资判断时无从下手。内幕信息认定的关键在于确定内幕信息敏感期,而内幕信息敏感期又以信息具有确定性后对投资市场的影响为基准。有关部门认为内幕交易行为的形成以内幕信息敏感期的确定为起点,开始确定相关处罚标准。因此,我国对于内幕信息的确定性标准不统一的做法导致对内幕信息定性和处罚标准的确定都显得异常困难。

3. 未公开性的认定。内幕信息之所以被称为“内幕”信息,一个重要的原因在于其具有未公开性,在公开之前对于资本市场具有重大价值,影响资本市场的走向以及相关投资者的利益。有关部门认定为内幕交易是基于其在进行交易时所依据的信息具有未公开性,若提前获知的内幕信息对投资者有利,就可以大量买入股票,在内幕信息公开后可以获取利润。相反,若未公开的内幕信息对投资者而言是有损利益的,投资者可以在这一信息公开前出售其所持

^⑦ 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(人文社会科学版)》2009年第6期,第94页。

股票,从而可以有效止损。“未公开性”的含义并非是永久不具有公开性,而是以一定时间段为参照的相对时间内的不公开,这一时间段被称为内幕信息敏感期,敏感期经过后这些信息会予以公开。内幕信息敏感期结束即公开内幕信息,具有确定性的内幕信息敏感期的起始端承载着重要性与未公开性。^⑧

对于内幕信息的公开,我国的做法是重形式而轻实质,仅仅以内幕信息公开的形式是否符合一定的规范来判断是否具有公开性。但笔者认为,若只是以规范的形式进行信息的公开,并不能真正算做该信息具有公开性。我国实践中的做法忽视了某一信息虽然已经以规范的形式进行公开,但在证券市场上并没有为大众投资者所接受的情况,此时该信息还不能作为公开信息。真正意义上的公开不仅要判断公开的形式是否符合规范,而且还要从实质方面判断以规范形式公开的信息是否已被市场吸收和消化。内幕信息在哪个时间点进行公开有一项特别的规定,内幕信息公开后进入市场成为众所周知的信息需要一定的时间,并非内幕信息敏感期的结点正好是信息公开的起点。^⑨证券监管部门曾发布了一项特殊规定,对相应主体买卖股票的限制日期延长2日作为适应期。^⑩这一规定延长了上市公司内部人员的内幕交易禁止期,给予了其他投资者足够的反应时间。

(三)内幕交易行为方式的认定笼统不全面

我国内幕交易信息通常以买卖、建议、故意泄露给他人等方式传递。知悉内幕信息的人将自己获知的信息以隐蔽的方式传递给他人进行交易,这种交易方式使得内幕信息传播范围扩大,传播速度加快,会造成无法挽回的后果。因此,“传递型”的内幕交易成为近几年证监会重

点监管的对象。买卖内幕信息的行为在实践中表现为利用职务、业务便利以及通过其他不正当手段知悉内幕信息的人将这一具有市场价值的内幕信息出卖给他人;或者市场中的投资者向知悉内幕信息的相关人员购买该信息,利用买来的信息进行交易从中获利。相比其他几种行为,买卖内幕信息这一行为的性质最为恶劣,严重扰乱了投资市场秩序。交易双方明知为内幕信息而进行买卖,具有明知故犯性,性质较为恶劣。证监会对这一行为方式下进行的内幕交易行为处罚较重。建议他人购买即知悉内幕信息的人在他人买卖证券之前将其所获知的内幕信息透露给他人,并建议他人依据该信息购买证券或投资。依据内幕信息建议他人买卖证券的行为相比主动买卖内幕信息,其行为的恶性较小。泄露内幕信息通常有通过合法途径获知内幕信息后向他人泄露或者是通过不正当手段获知内幕信息后泄露给他人这两种方式。虽然建议他人购买、泄露、买卖内幕信息三者传递内幕信息的媒介大体相同,但是三种行为方式在本质上是不同的。泄露内幕信息包括主动泄露和被动泄露,其中主动泄露主观恶性较大,是证监会重点打击监管的对象,而被动泄露虽然会导致波及范围与损害后果的不确定性,但因其行为人不存在主观恶性,因此不作为证监会重点查处的对象。三种行为的具体区别在于:泄露内幕信息的落脚点在于认定其对内幕信息进行泄密,是否利用内幕信息进行交易在所不问。而买卖和建议他人买卖必须存在利用内幕信息进行交易的行为,不关注是否存在内幕信息的泄露问题。泄露内幕信息的主体具有对上市公司的保密义务,若泄露则是对集体利益的侵犯,而买卖与建议行为纯粹是追求个人利益的表

⑧ 参见林振东《内幕交易敏感期的探讨》载《新西部》2017年第7期,第62~63页。

⑨ 参见杨亮《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第177~179页。

⑩ 证监会发布的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动规则》第13条中作出了一项特殊规定,上市公司的董监高人员在重大事项发生之日即内幕信息敏感期确定之日起至内幕信息依法披露后2个交易日内不得买卖本公司的股票。

现,因其主观恶性较强可能构成加重处罚情节。

二、国外相关部门对证券市场上内幕交易行为的规制措施

证券市场上的内幕交易行为不仅是我国有关部门关注的对象,其他国家亦对内幕交易行为进行了从监管方式到惩治措施再到立法上的严格规制。以下从具有代表性的国家对证券市场上内幕交易行为的规制措施这一角度出发,寻找可供我国相关部门借鉴的有效监管路径。

(一) 美国 SEC 对内幕交易的规制

美国证券交易委员会(the U. S. Securities and Exchange Commission,下文简称 SEC)对于内幕交易行为的监管采取疑处必查的方式,对于有重大嫌疑的内幕信息会立即提出调查,紧接着会立刻冻结涉案资产。美国采取的是“知悉折中标准”,需要自己证明自己并不知悉或并未利用内幕信息进行交易。^①若没有充分的证据证明在证券市场上的交易是出于自己的判断,则无法摆脱内幕交易的嫌疑。美国对于认定为内幕交易投资者的处罚相对较重,从 SEC 诉高通前高管汪静内幕交易案可以看出美国对于内幕交易的打击与惩处力度之大。^②2011 年 Raj Rajaratnam 案中,SEC 做出对其处以 9280 万美元的罚款,达到历史之最。^③奇虎 360 案中 SEC 及时采取措施,固定证据以防被销毁。^④SEC 之所以能够做到如此高效率地对内幕交易

案件进行查处,得益于其建立的一套严格高效的监管机制。美国对于内幕交易的监管具有一套严格的“3+1”监管体系——“政府监管——行业自律组织监管——内幕交易受害者的司法救济——投资者之间的相互监督”。^⑤首先,SEC 设立了专门的部门调查内幕交易案件,一旦确定为内幕交易,则由行政法官对该案进行审理,由 SEC 作出处罚。其次,大型的证券交易所组成行业协会,接受 SEC 的监督。这样一来既可以减轻 SEC 监督的负担,又可以对内幕交易进行多方面的监管。再次,美国针对内幕交易制定有完备的反内幕交易制度和集团诉讼制度,为投资者的维权提供便利。最后,美国制定了内幕人员的实时动态监控系统,将内幕交易主体以及相关人士等一切可能进行内幕交易主体的信息建立一个数据库,在有异常情况发生时该系统会报警,从而进行有针对性的查处。美国建立了有奖检举揭发模式,鼓励相应的投资者对内幕交易有关行为进行揭发,一经查实可以得到相应的报酬。

(二) 英国金融市场行为监管局对内幕交易的规制

英国金融市场行为监管局^⑥(Financial Conduct Authority,以下简称 FCA)是由具备专门行业知识的专家组成的独立机构,拥有强有力的

① 参见万国华、谭辉《证券市场内幕交易认定的前沿探索》,载《金融与经济》2017 年第 9 期,第 82~83 页。

② SEC 诉汪静案,依据 Sections 21(d)(3) and 21A(a)(2) of the Exchange Act, 15 U. S. C. § 78u(d)(3) and 78u-1(a)(2). 支付民事处罚;依据 Section 21(d)(2) of the Exchange Act, 15 U. S. C. § 78u(d)(2). 对其作出市场禁令。Securities and Exchange Commission v. Jing Wang and Gary Yin, Civil Action No. 13-cv-02270-L-WVG, <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2013/lr22807.htm>, 访问日期:2018 年 1 月 15 日。

③ 美国对冲基金经理拉吉·拉贾拉特南因进行内幕交易、行为涉及到 15 家上市公司和 29 个相关主体,被处以 9,280 万美元的罚款,这是有史以来 SEC 对于内幕交易做出的最为严重的惩罚, <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-233.htm>, 访问日期:2018 年 1 月 15 日。

④ 2015 年 6 月 17 日奇虎 360 收到私有化要约前利用内幕信息进行股票交易,该 CEO 周一向券商发出指令,要求将 60 万美元资金转入新加坡的一个银行帐号中。SEC 表示,已于周二获得了紧急法庭令,以冻结该 CEO 在美国券商账户中的盈利,并禁止他在监管部门调查的过程中销毁证据。

⑤ 参见刘艳华《美国证券内幕交易监管的做法及启示》,载《经济纵横》2013 年第 7 期,第 110~111 页。

⑥ 从 2013 年 4 月 1 日起,监管整个英国金融行业的独立的非政府机构——英国金融服务监管局(Financial Services Authority——FSA)被金融市场行为监管局(Financial Conduct Authority——FCA)和审慎监管局(Prudential Regulatory Authority——PRA)这两个新的监管机构取代。

监管职权。FCA 依据制定的《市场行为准则》对市场参与者进行规制,其有权对异常交易行为进行民事处罚,是集监管处罚于一体的重要机构,为证券市场的安全有序运行提供保障。FCA 鼓励公司员工以及公司举报公司或其员工及其他市场参与者的不正当交易行为,^⑮同时监管局也会对市场进行监测。在英国,进行相关交易要向 FCA 提交交易报告,为此专门制定了提交报告指南,^⑯监管局会定期进行监测回访。内幕交易行为是对广大市场参与者权益的侵害,FCA 为鼓励参与者对内幕交易行为进行揭发专门设立了“揭发团队”——接收、分析评估与调查处理相关信息的部门。^⑰此外,英国的监管局制定了一套严格的查处内幕交易的流程,FCA 发现有内幕交易嫌疑的案件后,任命专人对该案件进行调查,FCA 则依据相关法律对内幕交易提出准备建议,一旦确定为内幕交易即由决议委员会进行进一步的调查。认为不应进行处罚或情节较轻的,给予私人警告;认为应当处罚的,决定以罚款或是公告批评的方式进行处罚,给当事人下达警告通知。当事人可就警告通知提出反馈意见或陈述,若该反馈或陈述满足一定条件,FCA 法庭可作出停止处罚的决定,否则在 28 日内通知有关部门进行处罚。

(三) 韩国《资本市场法》对内幕交易的规制

我国对于内幕交易的规制是以统一的标准衡量,而韩国《资本市场法》对于内幕交易设置了特别的规定。其一,对于公开收购中的内幕交易,韩国《资本市场法》规制的主体并不仅包括该上市法人,而且包括与“公开收购人”有

定关系的人。^⑱我国相关法律认定为内幕信息是基于确定性、重大性以及未公开性三个特征判断,而韩国《资本市场法》规定公开收购中实施或终止公开收购股份等信息也在内幕信息的范围之内,对此类信息的认定不以是否具有重大性为判断标准。对于公开收购中的内幕交易,韩国《资本市场法》对于交易行为的规制不仅包括利用相关信息买卖与涉及股份相关的证券,而且将通过其他交易途径进行迂回式内幕交易以及将自己获知的内幕信息告知他人利用都包括在内。^⑲其二,对于大量取得或处分股份中的内幕交易,所规制的主体扩张到在大量取得或处分股份的过程中知道未公开信息的所有相关人员,而不考虑其所持股份的具体情况。这一情形下对于内幕信息的设定范围未向大众公开的、与上述过程中实施或终止有关的信息,且此类信息仍不需要具有重大性。这一设定标准将与股票上市法人股份相关的特定证券作为规制对象,对于无关证券则不予考虑。^⑳

三、加强对内幕交易行为的监管——事前预防与事后处罚相结合

通过对内幕交易行为进行剖析以及对国外相关机构对于内幕交易的规制进行借鉴,我国证监会需要加强对资本市场上有密切关系的人在内幕信息敏感期内的联系以及账户出现异常的投资人的重点监管。

(一) 对事前监管措施的改进建议

1. 扩大监管主体的范围。对于内幕交易的监管要从交易主体着手,不应仅限于相关法条的列明,而应依据具体情况识别出伪装成为无关主体身份的人。亲朋好友、师生同门以及同一起来源地等“群体化”“裙带化”主体都会成为

^⑮ Margaret Cole, Insider Dealing in the City, Academic Analysis, Law and Financial Review, July 2007, p. 309.

^⑯ See The Transaction Reporting User Pack, Available at, <http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/finalised-guidance/transaction-reporting-user-pack>, 访问日期: 2018 年 1 月 15 日。

^⑰ An inside job New Law Journal, 21 March 2008, p. 2.

^⑱ 《韩国资本市场法》,董新义译,知识产权出版社 2011 年版,第 146~148 页。

^⑲ 参见董新义:《韩国资本市场法上内幕交易规制研究》,载《河北法学》2012 年第 2 期,第 161~163 页。

^⑳ 《韩国资本市场法》,董新义译,知识产权出版社 2011 年版,第 146~148 页。

内幕交易可利用的身份关系。随着科技的进步,一些“权力贩子”会利用网络将内幕信息编辑成带有程序的语言传递给知悉者的相对方,因此证监会在进行监管时应考虑到一切可能进行内幕交易的主体,采取拓扑式的网络结构模式监管一切有可能利用内幕信息进行交易的主体。

2. 严格认定内幕信息。对于内幕信息的认定,不能单单依靠重大性、确定性、未公开性三个特征衡量,而是要采取“入”的方式将只具有确定性和未公开性但重大性不是太明显的信息也加入到证监会调查监管的行列。意即只要是未公开的、能够使相关主体在交易中利用而获利的以及对其他投资者的权益有所侵犯的所有信息都要加以查实。内幕信息敏感期结束后的2日内亦要严格限制知悉信息的相关内幕人员进行交易。在对内幕交易作出行政处罚决定时应判断内幕交易者进行交易活动依据的信息是否涉及股东的变更、股权结构的变化、经营范围以及收购或重组方案等。这些内容对公司的产业结构变化具有重要影响,其变更会给上市公司的股价带来波动从而对股民的投资行为具有指引作用。在实际操作过程中,判断一项信息是否具有重大性应采取综合衡量的标准,从信息对于市场和投资者产生影响的可能性和信息的重大程度以及对公司现存结构的改变程度、信息对股价的影响程度、投资者将该信息作为投资标准的标准度几个方面综合衡量。

3. 扩大对于内幕交易行为监管的维度。证监会在进行监管时不应仅关注重大资产重组、上市公司高管与关联公司等内幕交易监管的重灾区的交易行为,而是应该将监管的维度放宽到所有的异常交易行为。例如在实际交易过程中,若是出现以下行为,证监会要及时查明:第一,交易过程中资金变动过程以及交易频率异常。实践中会有打着“为证券公司充场”的名号、以支付相应金额为条件让未开户的人员以其名义开立证券账户的情况。该账户的使用权与所有权归支付金额的一方,证监会对此应予

以重视。第二,交易发生在与内幕交易知悉者联系的时间段内,投资方式的变化亦与内幕信息的变化过程高度一致。随着人工智能时代的到来,对于内幕信息的传递不再局限于电话、短信的传递,还要关注其他可以传递的途径,包括QQ、微信、微博私信、支付宝聊天功能、直播间沟通以及游戏中的聊天窗口等。第三,内幕信息敏感期内进行突击大量买入、划转资金等异常行为;持股较为单一、单支交易;在内幕信息敏感期结束后立刻卖出所持证券、持仓比例急剧加大、突击重仓买入等行为。对于以上几种情形,证监会应及时展开调查,涉及内幕交易的要予以查处。第四,交易风格呈抛物线式转变,例如突然将习惯性的分散购买转为集中购买的行为,对这种行为需要查明。

4. 监管方式多样化。证监会应多管齐下,对于内幕交易行为的方式进行全面立体的监管。第一,充分利用大数据,与交易所等具有交易行为的单位合作,对涉案者的交易行为规律进行对比分析、锁定核心证据,一有异常立即查证。从泄露内幕信息违法行为的构成要件出发,关注在内幕信息敏感期内的相关知情者的不正常联络内容。在证监会监管的过程中要注意“度”,不得侵犯他人的正常生活,不得侵犯其与内幕交易无关的隐私。第二,对于涉嫌内幕交易的人员,应给予其自证清白的机会,证监会可以给定一定期限以供有嫌疑的人员通过证明自己的交易行为完全是出于自己的判断来摆脱内幕交易的嫌疑。第三,证券交易市场上有关数据时刻都在变化,证监会应强化日常监控,对内幕交易行为的调查与查处交给专门的人员进行。这样做不仅有利于及时高效地对内幕交易行为进行制止,也能够第一时间将涉嫌内幕交易的行为予以固定。第四,应借鉴美国SEC的做法,罚没力度不断加大,建立全面覆盖的监管体系。可以借鉴打击“老赖”的做法,创立失信联合惩戒机制,通过不同部门、不同行业、不同地域相关机构的合作办案,让站在内幕交易的边缘欲进行内幕交易的人终止其内幕交

易行为。第五,借鉴SEC的做法设立有奖举报制度,充分利用揭发信息。任何内幕知情人均可以向证监会举报,一旦查证属实即可给予举报者一定的报酬,该报酬从罚金中扣除。多维度立体式地打击内幕交易,可以切实维护健康有序、投资者可以进行公平投资活动的市场秩序。

(二)对于内幕交易行为事后处罚相关责任设定的建议

内幕交易相关法律的完备性将直接影响到有关部门对于内幕交易行为监管的有效性。我国对于内幕交易的民事责任设定不太完备,民事赔偿责任纠纷较少,多以行政责任设定的方式解决内幕交易的有关问题。证监会每年对于内幕交易案件的查处数量上百件,但最终做出行政处罚加上刑事处罚的案件仅几十件,这并不意味着进行调查的案件不具有内幕交易之嫌,只是难以达到用行政责任或刑事责任进行规制的标准。反观内幕交易行为监管较为到位的美国,公私法并用,具有一套适合国情的内幕交易民事责任机制。^{②③}为减少我国内幕交易案件的数量,营造证券市场公平、公开、公正的投资氛围,需要加强对我国内幕交易的民事责任机制的研究。

1. 民事责任设定。第一,民事赔偿主体的确定。在证券市场中存在着两种主体,一种是善意的投资者——相反交易的受害方,在内幕交易行为的渗透下由于信息不对称导致利益受到损害。另一种是相同交易的受害人——高价买入而被套牢者,这类主体的损失是由于自身对投资信息的判断失误而盲目跟进所导致,并非是内幕交易的必然结果。这两种主体中,只有第一种主体即善意的投资者可以自己遭受损失为由提起民事赔偿诉讼请求。

第二,因果关系认定。对于内幕交易行为是否导致危害结果存在着两种学说,其一是偶

然因果关系说。假如进行证券交易的主体并未获知内幕信息,在正常地进行证券交易过程中被他人告知内幕信息,内幕信息的导向与正常交易主体的投资方向一致最终获得利润,在这一学说下,交易者不能被认定为内幕信息侵权人,因其交易行为是基于自身的判断而非内幕信息作出。该学说将证券市场中发生的偶然因素以及市场规律等造成结果的情况排除到侵权行列之外。其二是相当因果关系说。在这一学说下,投资者的先前实行行为在内幕信息介入后发生巨大转变,且内幕信息与其他投资者的利益损害之间存在因果关系。相当因果关系说能够准确认定其行为是否在内幕交易范围内,对于认定侵权因果关系具有重要作用。^{②④}在内幕交易与投资者的因果关系认定中可以借鉴英美国家的做法,只要在发生内幕交易的期间进行交易,遭受损失的主体均有资格提起民事赔偿。

第三,举证责任分配。内幕交易案的主体、行为方式、对象等都与其他民事案件不同,其结构复杂、涉及的关系以及交易行为较难说清,因此涉嫌内幕交易的主体在一定程度上采举证责任倒置,即涉嫌主体要自证清白。证监会在对内幕交易行为进行认定时,只需证明其进行投资及证券交易的行为具有相较于他人的明显优势即“明显优势证明标准”即可,不需要完全证明其利用内幕信息进行内幕交易,其他利益受损的投资者在提起民事赔偿诉讼请求时不需要证明侵权人利用内幕信息进行交易致其利益受损。

第四,民事损害赔偿额的计算。内幕交易的进行会导致其他投资者的利益受损,为了维护市场及交易公平进行,证监会需要以赔偿令的方式让内幕交易者对权利受损的投资者进行民事损害赔偿。在确定赔偿数额时应以受损投资者的实际损失为限度进行计算,类似于民事

^{②③} 参见张小波《中国证券市场内幕交易的分析及其监管研究》,西南财经大学出版社2015年版,第159~163页。

^{②④} 参见郑勇《内幕交易侵权民事责任中因果关系的认定研究》,载《证券市场导报》2018年第1期,第72~73页。

损害赔偿责任的“填平规则”。在损失额计算标准难以确定时,可推定以交易时的股价与内幕信息公开后一定时间的股票收盘价之间的差额为标准进行损失额的确定。

在民事损害赔偿的相关事宜上,证监会应与法院通过分工合作、相互监督的方式,由法院进行相关惩罚令的确认,由证监会进行具体的赔偿操作。当赔偿数额与受损投资者的人数难以确定时,可以设立专门的基金用于日后的赔偿。权利受损的投资者在一定期限内到有关管理部门登记,经查实确认后,将相应的赔偿款通过专门账户划拨给受害人。亦可借鉴香港证监会代表投资者索赔这一方式。香港规定有“代表诉讼制度”,这一制度在适用上有多重阻碍,基于此,香港证监会借助《证券及期货条例》赋予的权力,直接代表广大投资者向香港高等法院提起民事诉讼,最大限度地保护因内幕交易而权利受损者的利益。^⑤

2. 刑事责任设定。我国《刑法》中仅有一个条文对内幕交易进行了规定,且刑期最高为10年。在美国,若进行内幕交易,其犯罪成本将会是高达4倍的经济惩罚和最高20年的刑期。美国在打击内幕交易过程中将打击对象扩张到所有可能进行内幕交易的人,^⑥意即与内幕交易有关的人都有可能面临刑期或巨额罚款。相较于美国,我国的刑事处罚较轻,在金钱处罚这一制度设定上较重——最高5倍的罚款,但在近10年实施“没一罚五”的情况少之又少。仅在金钱上加大处罚力度并不具有足够的威慑力,不能让潜在的内幕交易者因惧怕处罚而终

止其内幕交易行为。

证监会在监管过程中一旦发现交易行为异常,应将固定下来的相关证据通知公安部门,并由证监会辅助公安机关进行内幕交易行为的进一步查处。我国实践中仅依靠证监会对于内幕交易相关案件进行移送,这样不利于及时有效地侦办内幕交易犯罪案件。法院在对内幕交易犯罪进行审判时,依法对涉案事实进行查证,不能对相关书证进行随意的解释,要根据证监会以单位名义出具的认定意见对案件事实进行具体考量。

3. 行政责任设定。近年来,对于涉及公司的内幕交易案,在处罚时仅对公司进行一定数额的罚款。内幕交易这一行为性质极其恶劣,会给其他投资者以及整个投资市场带来巨大的损害,仅对公司处以罚款不能有效遏制以公司为主体的内幕交易行为,应通过市场禁入这一处罚措施打击进行内幕交易行为且性质恶劣的个人。证监会应与工商管理局合作,在对公司的内幕交易查证属实后,由工商管理局对涉案公司进行吊销营业执照、责令停业整顿、责令改正、警告、训诫等惩罚措施。对于涉案的高管要秉持市场禁入这一处罚措施,公司在不用承担任何责任的情形下可对涉案人员进行罢免。对涉及内幕交易的公司与个人进行行政处罚,可以有效打击证券市场上的内幕交易行为。

四、结语

内幕交易行为严重阻碍了资本市场的有效运行,对其他投资者造成了不公平的后果。对

^⑤ 香港证监会在处理洪良国际一案时,侧重于对投资者的民事赔偿而非责任人的刑事责任,因而在诉讼中控辩双方达成“认定事实陈述书”,洪良国际承认欺诈上市,但否认构成犯罪。在此基础上,香港高等法院原讼法庭判令“强制当事人回复交易之前状态”,将其上市所募集的约10亿元资金返还给约7,700名投资者。<http://www.sfc.hk/web/EN/index.html>,访问日期:2018年1月15日。

^⑥ 包括公司的董事、监事、高管及其合伙人、受托人;拥有10%以上股份的股东及其合伙人、受托人;公司雇员和上述人员的配偶、直系血亲和家庭信托人;推定内幕人包括任何通过履行职务知悉内幕消息的公司外人士;信息泄露人和泄露知悉人;盗用信息者。

于我国证券市场而言,内幕交易是信息、资本与权力的集合体。证券市场中内幕交易行为的监管亦是一个复杂的问题,为解决内幕交易的监管问题、充分保护投资者的利益,需要从以下几方面着手:

首先,选择合适的主体进行有效的监管。根据内幕信息的特点判定进行交易所依据的信息为内幕信息,对于内幕交易行为方式的监管不应仅局限于传统的信息传递方式,扩大监管范围进行包围式的监管模式,积极进行对内幕交易的事前预防措施。

其次,在内幕交易问题惩处措施以及监管

手段方面,我国应学习借鉴英国、美国、韩国对于内幕交易的监管方式,多管齐下,进行全面立体的监管。

再次,对于内幕交易的事后处罚措施设定是解决当前内幕交易案件频发的最有效的手段,为使证券市场这一“国民经济晴雨表”正常发挥功能,仅在行政责任与刑事责任方面进行完善是远远不够的。民事损害赔偿责任的制度设计是规制内幕交易的最好手段,通过对赔偿主体的确定、因果关系及规则的认定、损失额的确定等制度设计,平衡其他投资者与内幕交易侵权人之间的利益。

The Supervision of Insider Trading Behavior in Securities Market from the Perspective of Legal Liability

Cui Jinzhen

Abstract: The securities market is known as the “barometer of the national economy” and has always played an important role in optimizing the allocation of resources. However, in recent years, some abnormal trading behaviors in the securities market, represented by insider trading, have seriously affected the trading order in the securities market and the healthy and orderly development of the capital market. The current insider trading has evolved into a combination of information, capital, and power, and the insider trading subjects have been characterized by grouping and complication. The behavioral methods have also diversified. The criteria for determining insider information are not the same. For insider trading, inadequate supervision and rigorous accountability are not the only issues. The regulation of insider trading cannot be limited to administrative penalties and criminal penalties. It should be based on public and private law combined with judicial relief to protect the legitimate interests of investors and improve the content of civil liability. Advanced experience, set up a strict pre-prevention and post-punishment system, and implement supervision more efficiently.

Keywords: stock market; insider trading; insider information; insider trading supervision

(责任编辑:李 辉)