

我国内幕交易推定制度的收缩与完善

邢会强

摘 要：我国在内幕交易行政处罚和刑事制裁领域，均实行推定制度。这具有一定的正当性，极大减轻了指控方的举证责任，使得我国对于内幕交易的处罚强度很高，高于域外大部分资本市场，引发了不少问题。这些问题主要是：内幕交易行政推定不够审慎，排除内幕交易的合理事由制度未得到充分发展；内幕交易刑事推定涉嫌违反无罪推定原则，内幕交易行政推定危及交易者的诚实推定权。我国内幕交易推定制度的完善思路包括废除“密切关系人+交易”及“联络接触+交易”型内幕交易推定；明确《证券法》第 51 条为可推翻的法律推定，并明确知悉利用推定。同时，监管部门制定详细的内幕交易阻却事由细则，尤其是预定交易计划细则，以给合法的交易需求预留空间。

关键词：内幕交易；内幕交易罪；法律推定；预定交易计划

由于内幕交易信息传递与利用的隐蔽性，查处内幕交易存在难度，不可避免地使一部分违法者逍遥法外，影响到了执法效率。为解决这一难题，我国于 2011 年 7 月通过最高人民法院印发《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》（以下简称行政纪要）的方式，在行政处罚领域引入了内幕交易推定制度。紧接着，2012 年，最高人民法院、最高人民检察院发布《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》（以下简称《刑事司法解释》），在刑事领域也引入了内幕交易推定制度。由此，我国无论是在行政处罚领域还是在刑事制裁领域，均实行内幕交易推定制度。

内幕交易推定制度极大地减轻了证券监管机构和检察机关（以下合称“检控机关或指控方”）的负担，带来了案件的激增。据统计，在内幕交易行政推定引入之前，中国证监会对于内幕交易的行政处罚数量较少，每年不超过 10 件。^①在行政纪要发布的第二年即 2012 年，内幕交易行政处罚数量增加到 14 件。2013 年则攀升到 30 件，比上年翻了一倍。^②2011 年以来，内幕交易行政处罚和刑事案件数量呈爆炸性增长，2011-2015 年 5 年期间的案例达到 150 件，平均每年约 30 件；2016-2019 年 4 年间案例达 223 件，平均每年 56 件，又几乎翻了一倍。^③2020-2024 年 5 年间案件高达 630 件，平均每年 126 件，又翻了一倍多。在刑事案件方面，笔者从中国裁判文书网、中国司法大数据研究院、北大法宝以及其他公开渠道检索到 2010 年至 2024 年的证券市场犯罪刑事裁判文书共 164 件，其中，内幕交易、泄露内幕信息罪 55 件，占比高达 33.5%。这些内幕交易案件中，相当一部分是用推定进行认定的。

作者简介：邢会强，中央财经大学法学院教授。

基金项目：本文系国家社科基金一般项目“资本市场变革下证券犯罪刑法制裁体系研究”（22BFX045）的阶段性成果。

① 参见邢会强：《证券欺诈规制的实证研究》，中国法制出版社 2015 年版，第 61 页。

② 同上注。

③ 参见黄辉：《我国证券内幕交易的执法强度及其影响因素：实证研究与完善建议》，《法学评论》2023 年第 6 期。

但是,在内幕交易案件数量增长的同时,却未带来股指上涨、股市繁荣。相反,不少当事人并不服“判”(含不服行政处罚决定),而是继续行政诉讼或上诉。这不能不令人对内幕交易推定制度进行反思:该制度的具体构成为何?正当性为何?存在哪些需要改进之处?在域外的情况如何?我国是否以及如何完善该制度?而这正是本文要解决的问题和行文逻辑。

一、我国的内幕交易推定制度的构成

所谓内幕交易推定,是指指控方提供的证据能够证明规定的情形,被处罚人或犯罪嫌疑人不能作出合理说明或者提供证据排除其存在利用内幕信息从事相关证券交易活动的,则内幕交易行为成立。我国的内幕交易推定制度,是我国证券法上的推定制度的内容之一,因此,有必要详细解析。

(一)我国内幕交易推定制度解析

《行政纪要》根据不同的主体规定了五个层次的内幕交易行政推定制度:第一层次,对于2005年《证券法》第74条(对应现行《证券法》第51条)规定的证券交易“内幕信息知情人”,监管机构只需证明其进行了与该内幕信息有关的证券交易活动。第二层次,对于前述证券交易内幕信息知情人的配偶、父母、子女以及其他有密切关系的人,监管机构只需证明其证券交易活动与该内幕信息基本吻合。第三层次,对于因履行工作职责知悉内幕信息的人,监管机构需证明其知悉内幕信息,并进行了与该信息有关的证券交易活动。第四层次,对于非法获取内幕信息的人,监管机构需证明其非法获取了内幕信息,并进行了与该内幕信息有关的证券交易活动。第五层次,对于内幕信息公开前与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触的人,监管机构只需证明其在内幕信息公开前与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触,其证券交易活动与内幕信息高度吻合即可。在以上五个层次中,第一层次是根据特定主体的身份、地位而推定其知悉内幕信息,第三和第四层次则需要监管机构证明行为人知悉内幕信息而不能推定知悉内幕信息,第二和第五层次则是根据关系或联络以及交易行为而推定其知悉内幕信息,不需要监管机构证明行为人知悉内幕信息。第一、二、五层次均为推定知悉内幕信息,这是本文的核心研究对象。在监管机构证明或推定行为人知悉内幕信息的基础上,再推定其利用了内幕信息。

《刑事司法解释》第2条则引入了两个层次的内幕交易刑事推定规则。第一层次是《刑事司法解释》第2条第1款第(二)项的规定,“内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员”,“在内幕信息敏感期内,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的”,“应当认定为刑法第180条第1款规定的‘非法获取证券、期货交易内幕信息的人员’”。就推定适用的主体而言,其对应的是《行政纪要》中的第二层次人员,简称“密切关系人”。本文将《行政纪要》第二层次的内幕交易行政推定和《刑事司法解释》第一层次的内幕交易刑事推定,合称为“密切关系人+交易”型内幕交易推定。内幕交易刑事推定规则的第二层次是《刑事司法解释》第2条第1款第(三)项的规定,“在内幕信息敏感期内,与内幕信息知情人员联络、接触”的人,“从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的”,“应当认定为刑法第180条第1款规定的‘非法获取证券、期货交易内幕信息的人员’”。就推定适用的主体而言,其对应的是《行政纪要》中的第五层次的人员。《行政纪要》第五层次的内幕交易行政推定和《刑事司法解释》第二层次的内幕交易刑事推定,都属于“联络接触+交易”型内幕交易推定。总而言之,《刑事司法解释》规定的内幕交易推定,都是根据关系或联络以及交易行为而推定嫌疑人(行为人)知悉内幕信息,也是本文的核心研究对象。虽然行政处罚推定和刑事判决推定的证明标准不尽一致,前者一般被总结为“比较优势证据”标准,后者被总结为“排除合理怀疑”标准,但依据《行政处罚法》第40条、《行政诉讼法》第69条和第70条以及《证券期货违法行为行政处罚办法》第5条之规定,我国行政处罚遵循的其实是客观标准,即以“事实清楚、

证据确凿”为标准。也有学者主张,严重影响相对人权利的行政行为以及经过听证程序作出的行政行为,其证明标准也应达到排除合理怀疑的程度。^①内幕交易的很多罚款处罚,数额巨大,丝毫不亚于罚金刑,因此,无论是刑事法上的“排除合理怀疑”的证明标准,还是内幕交易行政处罚中的“事实清楚、证据确凿”标准,都是一个比较高的证明标准。而刑法上内幕交易罪的认定逻辑与证监会对内幕交易进行行政处罚时的认定逻辑具有同一性,内幕交易罪的出罪事由与不构成内幕交易行政违法的事由也具有有一致性,^②因此,可以搁置差异,将内幕交易刑事推定和行政推定的同一性一并进行研究。

(二) 我国证券法上的推定制度

推定作为一种认定事实方法,在证据证明缺位时发挥作用,由已知的基础事实推理出推定事实,推理的根据有高度盖然性经验法则(常态联系)、社会价值要求、公共政策考量等,并且推定事实允许反证加以推翻。^③

欲全面认识内幕交易推定制度,需上升到证券法的层面上对推定制度进行全面考察。在我国证券法中,推定制度得到了广泛运用。我国证券法中的推定主要有以下三种类型:(1)主观过错推定。如《证券法》第85条和第163条规定了过错推定责任:信息披露义务存在虚假陈述的,相关证券中介机构,发行人董事、监事、高级管理人员(以下简称董监高),以及控股股东、实际控制人等,须与发行人承担连带赔偿责任,但能证明自己没有过错的除外。即信息披露义务存在虚假陈述的,推定上述主体存在过错,但允许他们举证推翻这一推定。(2)因果关系推定。如最高人民法院2022年1月21日发布的《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》对交易因果关系和损失因果关系均采用推定成立的方法,并允许被告举证予以推翻。(3)客观事实推定。《行政纪要》和《刑事司法解释》对于内幕交易的推定就是客观事实推定,即推定内幕交易行为成立。

证券法上的上述三种推定都是法律推定而非事实推定。所谓法律推定是指法律规范明确规定的推定,即它具有法律约束力,在条件符合的情况下,必须对其加以适用。当然,这里的“法律”是广义的法律。事实推定不是推定事实。所谓事实推定,是裁判者在法律没有明确规定的情况下,根据自己的判断和案件的具体情况进行的推定。例如,在轰动一时的彭宇案中,法官就在没有法律明确规定的情形下,推定彭宇碰撞了老人。^④证券法上的上述三种推定都有相应规范依据,因此属于法律推定。

推定具有相应的法律效力。作为认定案件事实的方法之一,推定的最主要的效力即对案件事实的认定。推定是一种从基础事实到推定事实的事实认定活动。推定从本质上来说是一种认定事实的方式。一般来说,推定是在推定事实无法以证据等确定的方式加以证明之时才使用的辅助性事实认定手段。推定的事实,不是客观事实,而是法律事实。进而言之,在执法司法活动中,裁判者适用推定的最主要目的就是希望在证据不足导致案件事实真伪不明时,可以通过基础事实推论出推定事实的存在。如果推定不利方对推定事实没有举证进行反驳,或者反驳证据不具有足够的证明力和说服力,那么推定事实就可以被视为已经存在,从而作为案件裁判的事实根据。^⑤在此意义上,推定起到了举证责任倒置的效果,即对于推定的不利方来说,推定规则的效力是将推定有利方所应承担的证成证明责任倒置给他,由他来承担证否的证明责任。简单来说,在我国的法律中,法律推定规则的效力或者说法律推定对证明责任的影响就是证明责任的倒置。^⑥我国证券法上的上述三个推定都起到了这样的效果,即由推定的不利方来举证证明所推定的事实不存在。

① 参见薛刚凌、王霁霞:《论行政诉讼制度的完善与发展——〈行政诉讼法〉修订之构想》,《政法论坛》2003年第1期。

② 参见赵大光、杨临萍、蔡小雪、李涛:《〈关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要〉解析》,《人民法院报》2011年8月31日第6版。

③ 参见郑文革:《推定制度研究》,中国人民大学出版社2019年版,第16页。

④ 参见(2007)鼓民一初字第212号民事判决书。这是一个未正确运用经验法则进行的事实推定,饱受批评。

⑤ 同注③,第80页。

⑥ 同注③,第97页。

二、我国内幕交易推定制度存在的问题

内幕交易推定所起到的举证倒置规则极大减轻了检察机关的举证责任,对于打击内幕交易发挥了重要作用,使得我国对于内幕交易的处罚强度很高,高于域外大部分资本市场,但也引发一些问题。^①我国内幕交易推定制度存在的问题主要如下。

(一) 有的规范是否属于推定存在法律规定不明的情况

《证券法》第 51 条规定,“证券交易内幕信息的知情人”“包括”九种情形。这九种情形的人一定知悉内幕信息吗?这不无疑问。例如,在某上市公司的某次董事会上,在所有表决事项表决完毕之后,董事长在会上对公司下一阶段的工作进行了通报,其中提及公司拟与另外一家公司开展业务合作,并研究引入股权激励计划。这两个事项被证监会认定为具有重大性的内幕信息,并自该日形成。^②假设某一位董事,缺席了这次董事会,董事会也没有录音存证,董事长通报的这两项事项由于不是决议事项因此不会体现在董事会会议通知、会议记录等董事可查阅的载体之上。显然,该名缺席董事不知悉该两项内幕信息。那么,他还是内幕信息的知情人吗?显然不是。可见,《证券法》第 51 条规定实质上是一个推定条款,即推定所列情形的人知悉内幕信息,并应允许反证推翻。但是,该条却没有明确规定这是一个推定条款并允许反证推翻。

国外的一些国家的证券法也有类似的规定,并明确这是一个推定条款并允许被推定的人反证推翻。例如,印度 2015 年《印度证券交易委员会(禁止内幕交易)条例》第 2 条的定义条款在对“内幕人士”下定义时即明确这是一个可以被推翻的推定或假定。泰国 2016 年《证券交易法》第 243 条也明确规定推定本条所列人员知悉或拥有内幕信息。对此,后面再予以详述。

(二) 内幕交易推定在行政处罚实践中不够审慎

利用推定方式认定内幕交易并作出行政处罚的第一案是岳远斌案。^③该案的行政处罚决定书约 1.3 万字,事实列举清楚,对行为人的申辩进行充分的回应与说理。但是,此后利用推定方式认定的内幕交易,很多都说理不充分,认定越来越恣意,甚至出现了像苏嘉鸿案这样的基础事实未予查清就贸然推定内幕交易成立的情况。^④还有的案例,丈夫与内幕信息知情人联络接触,妻子进行了证券交易,相关交易金额较大,也被认定为内幕交易,并对夫妻二人进行了行政处罚。^⑤这种处罚可能的逻辑有四种:一是夫妻共同违法,但处罚决定书并未论证二人存在共同故意;二是将丈夫与妻子视为一个主体对待,但这显然于法无据;三是推定丈夫决策并委托妻子进行交易,但这存在“二次推定”的问题;四是丈夫又因与妻子的密切关系和联络、接触而将内幕信息传递给了妻子,这更存在“二次推定”的问题。“二次推定”违反了“二次推定禁止”原则。“二次推定禁止”是指,在以基础事实推论出推定事实后,不得以该推定事实作为下一次推定的基础事实再次实行推定。^⑥因为第一次推定是根据或然性的经验法则作出的,其得出的结果推定事实本身就是一种或然性的事实,不一定与客观事实相符合,倘若再以此或然性事实为基础,根据或然性经验法则进行第二次推定,那么得出的推定事实可能偏离客观事实非常之远,已经不能够作为案件裁判的事实基础了。根据概率来计算的话,唯有两次推定的可能概率都在七成以上,第二次推定的结果才有可能满足民事诉讼案件事实认定的要求,或两次推定的可能概率都在八五成以上,第二次推定的结果才有可能满足行政诉讼案件事实认定的要求,然而实际案件中的概率很难两次都符合这么高的概率要求,并且具体案件的推定概率也无法精确量化,

① 参见黄辉:《我国证券内幕交易的执法强度及其影响因素:实证研究与完善建议》,《法学评论》2023 年第 6 期。

② 详见《中国证券监督管理委员会重庆监管局行政处罚决定书》(〔2023〕2 号)。

③ 《中国证监会行政处罚决定书》(〔2011〕57 号)。

④ 《中国证监会行政处罚决定书》(〔2016〕56 号)。

⑤ 《中国证监会行政处罚决定书》(〔2021〕122 号)。

⑥ 参见郑文革:《推定制度研究》,中国人民大学出版社 2019 年版,第 177 页。

而且二次推定本身也不符合推定前提的基础事实必须得到准确无误的证明这一基本要求。^①

与此同时,排除内幕交易的合理事由制度,未得到充分发展。我们很难见到个人能够作出合理说明或者提供证据排除其存在利用内幕信息从事相关证券交易活动的案例。作为普通投资者的个人投资者,他们无论交易哪支股票,无论交易金额有多大,无论是否加杠杆,都没有也不可能像机构投资者那样撰写投资价值分析报告,都是经过头脑中的简要分析即作出投资决策并下单进行交易的。但遗憾的是,我国的内幕交易推定,尤其是“联络接触+交易”型内幕交易推定,很多都完全无视这一现实,理想化地将普通的个人投资者与机构投资者等同,要求其只有提出投资价值分析报告之类的证据才构成“正当理由”,才能够排除利用内幕信息的可能性。简言之,在当前条件下,内幕交易推定已经被简单化理解和不正确适用,不当地扩大了打击范围,尤其是将“联络接触+交易”型内幕交易推定在某种程度上异化为“敏感期内与内幕信息知情人联络接触+数额较大的交易=内幕交易”的简单公式。

我国内幕交易推定尤其是行政处罚推定存在如下隐忧或问题:

第一,不审慎的推定危及交易安全。现代社会是一个工作生活节奏日益加快的社会,也是社会成员互动日益频繁的社会,尤其是在交通、通讯技术越来越发达,越来越便利的情况下。这就意味着,人们的接触、联络比以往任何时候都更容易、更频繁。同时,随着我国资本市场的发展、资讯的发达、证券交易电子化的普及,人们的证券交易活动也越来越频繁。“使用推定的方法固然对于解决内幕交易认定难的问题有较大的作用,但容易造成错案。关于这一点在实践中必须谨慎行事、严格把握。”^②“对于解决证明困难而言,推定并非万能,它有适用的限度。”^③但遗憾的是,在某些以推定进行认定的内幕交易行政处罚案件中,指控方往往框定了一个宽泛的内幕信息及其敏感期,这种逻辑几乎导致上市公司无时无刻不在内幕信息的敏感期内,只要上市公司有大额的证券交易,而交易人一旦与内幕信息知情人有联络、接触,就会被推定并进而认定为内幕交易,该行为人就有被行政处罚甚至追究刑事责任的危险。这实际上给证券投资者戴上了无形的枷锁,使证券投资者失去了应有的安全感,使其不敢进行证券投资。这不利于活跃资本市场,不利于资本市场二级市场的发展,进而会危及一级市场即发行市场的发展。其造成的危害,并不亚于甚至甚于内幕交易的危害。

第二,不区分机构投资者与个人投资者的排除利用内幕信息正当理由制度,个人投资者难以企及。为了维护内幕交易推定规则的严肃性、严谨性、谦抑性,被处罚人能够合理说明或者提供证据排除其存在利用内幕信息从事相关证券交易活动的,应认定为不构成内幕交易,而不能将排除内幕交易的事由收缩至投资者都难以企及的地步。如果行为人给出合理解释之后,指控方应进一步举证,反驳该合理解释。如果指控方不能进一步举证,或不能反驳合理解释,则应认定为合理解释成立。行为人不必举证证明到没有任何内幕交易的可能性(这是任何人都做不到的),执法者应当综合全案证据,做出判断。但是,由于各种原因,我们不无遗憾地看到,个人投资者提出的排除内幕信息利用的正当理由,无论多么符合常理或交易的实际情况,都难以被接受。换言之,个人投资者只有提出像机构投资者那样的书面投资决策分析报告,才算是“正当理由”。这种不切合实际的标准,将排除利用内幕信息正当理由制度,人为提高到了个人投资者难以企及的地步,从而导致了个人投资者一旦被证明了与内幕信息知情人联络接触且进行了数额比较大的交易,就很难自证清白,就很难摆脱行政处罚以及刑事制裁的困扰。

第三,正当理由制度一直未能具体化,重处罚而轻疏导。由于存在排除内幕信息利用的正当理由的案例仅存在于证监会不予处罚的情况下,而证监会不予处罚的,则不公开,因此,《行政纪要》起

① 参见郑文革:《推定制度研究》,中国人民大学出版社2019年版,第178页。

② 邢会强主编:《证券法学》(第3版),中国人民大学出版社2023年版,第180页。

③ 褚福民:《证明困难解决体系视野下的刑事推定》,《政法论坛》2011年第6期。

草者当初所设想的个人投资者能够“作出合理说明或者提供证据排除其存在利用内幕信息从事相关证券交易活动”至今未能具体化。另一方面,值得反思的是,为何不存在证监会行政处罚时认为行为人提供的所谓正当理由不足以排除利用内幕信息,而行政复议则认为行为人提供的正当理由足以排除利用内幕信息从而纠正行政处罚的情况?为何也不存在证监会行政处罚及行政复议认为行为人提供的所谓正当理由不足以排除利用内幕信息,而行政诉讼时人民法院却认为行为人提供的正当理由足以排除利用内幕信息从而纠正行政处罚的情况?难道是因为证监会行政处罚的推定水平或准确率高吗?这显然是重大异常。因为在其他领域,行政复议决定纠正行政处罚决定、行政判决纠正行政处罚或行政复议决定尽管比例不是很高,但总是在一定比例幅度内存在,为何在容易出错的内幕交易推定领域反而未见到过行政复议决定纠正行政处罚决定、行政判决纠正行政处罚或行政复议决定的情况呢?

第四,存在监督纠正难的困境。“合理解释”“高度吻合”“明显异常”等不确定法律概念实际上授予了行政处罚机关和刑事案件的一审法院以自由裁量权,这些自由裁量权的滥用,是难以通过行政诉讼或二审程序进行纠正的。因为法院通常会尊重行政处罚机关的自由裁量权、首次判断权,^①上级法院对下级法院自由裁量权的滥用尽管可以纠正,但通常是予以尊重。在那些极少数判决行政机关败诉的行政诉讼案件中,法院往往是以程序上的缺陷作为理由的,而不是直接否定行政机关的自由裁量权权之以自己的自由裁量权。

(三) 涉嫌违反无罪推定或诚实推定

内幕交易刑事推定涉嫌违反无罪推定原则。无罪推定是各国刑事诉讼的一项共同的基本原则,在现代国家普遍得以确立。无罪推定虽名为“推定”,但它其实不是一种推定,因为它不以任何基础事实为前提。它不是发源于特定事实的推定,而是基于特定法律政策实体法律规则,它具有两方面的涵义:一方面是证据法上证明责任分配的涵义,即提供证据的责任由指控方承担,指控方应当将被告人有罪的事实证明到排除合理怀疑的程度;另一方面是刑事诉讼法上正当程序要素的内涵,即任何人只有在经过法定程序,由法院判决之后,才能被确定有罪。^②内幕交易刑事推定却将部分证明责任转移给了犯罪嫌疑人,指控方不必证明犯罪嫌疑人的所有犯罪事实而只需要证明部分事实,指控方的证明义务尚未完成,还未将被告人有罪的事实证明到排除合理怀疑的程度,犯罪嫌疑人只有在提出被接受的正当理由之后,才能成功否定指控,否则,法院将判决犯罪嫌疑人有罪,这显然有违无罪推定的第一方面的涵义。也正因为此,澳大利亚在研究了内幕交易推定之后,认为其违反有罪推定原则而未引入内幕交易推定。^③

内幕交易行政推定则危及交易者的诚实推定权。行政法上虽然没有无罪推定原则,但却有类似的精神,即行政相对人享有诚实推定权或行为合法的推定权。例如,在税法学界广泛讨论的纳税人诚实推定权。一般认为,诚实推定权指税务机关在无相反证据的情况下,应推定纳税人没有税收违法行为。^④纳税人诚实推定权在很多国家的法律中都得以确立。例如,根据《俄罗斯联邦税法典》第106条和第108条第6款的规定:在未依据联邦法律规定之程序证明纳税人有税收违法行为情形下,应推定纳税人没有违反税法之行为。在英国、爱尔兰、荷兰、瑞典、波兰、加拿大、澳大利亚、哈萨克斯坦的税法中也有关于纳税人诚实推定权的规定。^⑤尤其需要注意的是,波兰于2018年制定的《企业家法》(Law of Entrepreneurs)引入新条文,规定公共机构应推定企业家遵守法律、诚实并尊重良好实践,除非有相反证据。“企业家”包括自然人、法人、个人商业公司及其合作伙伴等。波兰学者认为,引入企业

① 参见程楠楠:《论行政的首次判断权》,《财经法学》2024年第2期。

② 参见易延友:《论无罪推定的涵义与刑事诉讼法的完善》,《政法论坛》2012年第1期。

③ Juliette Overland, *The Future of Insider Trading in Australia: What Did Rene Rivkin Teach Us?* 10 Deakin Law Review 708, 708-731(2005).

④ 参见侯卓、吴东蔚:《论纳税人诚实推定权的入法途径》,《北京行政学院学报》2021年第2期。

⑤ 同上注。

家诚信推定原则是支持创业、尊重法治国家原则和经济自由的重要步骤。^①当然,也有人批评波兰《企业家法》,认为企业家享有行为合法推定权,而如果一般公民不享有该项权利的话,就违反了宪法上的平等原则。^②由于诚实推定权来源于刑法上的无罪推定原则和民法上的善意推定原则,因此,可以期待的是,诚实推定权应是具有普遍的适用性,而不仅仅适用于企业家。

我国证券法在规制虚假陈述的民事责任时虽然规定了过错推定原则,但它仅适用于追究民事责任的场合。^③在追究信息披露违法行为的相关责任人的行政法律责任时,仍实行行政机关负举证责任的规则。但为了减轻行政机关的证明负担,《行政纪要》却“移花接木”将过错推定原则移植到行政处罚领域,要求上市公司董事、监事、高级管理人员不服行政处罚提起诉讼的,“应当提供其对该信息披露行为已尽忠实、勤勉义务等证据”。由此形成了“签字即担责”的信息披露违法处罚模式。^④这一行政执法逻辑的弊端在2019年新《证券法》实施之后得以凸显,尤其是精准性与公平性欠缺,导致了打击面过宽,董监高人人自危,缺乏职业安全感。鉴于此,证券执法机关实际上已经弃《行政纪要》的上述授权而不用,回归到了精准执法模式,不再按照“签字即担责”的逻辑执法了,而是在证明了信息披露主要违法责任人(即策划者和参与者)的违法行为之后再予以处罚。但对于内幕交易,证券执法者仍坚持内幕交易推定,要求行为人自证清白。这危及了证券交易者的诚实推定权。

三、我国内幕交易推定与域外的比较及其启示

《行政纪要》发布时曾声称:该文件“借鉴了成熟资本市场所在国家和地区的先进理念和做法”。其实,域外实施内幕交易推定的国家并不多。此前的文献表明,仅法国在部分内幕交易刑事案件中,^⑤新加坡在内幕交易行政处罚和民事制裁中实施推定。另据笔者检索,印度和泰国也引入了内幕交易推定,但他们引入的时间比我国还要晚。这里有必要详细考察这些内幕交易推定的具体规定。

(一) 法国的内幕交易推定及与我国的比较

法国为了解决证明上的困难,曾经在刑事程序中,于某些情形下“推定”行为人拥有内幕信息。具体是指,任何作为公司董事或者参与公司经营管理的人如果交易了公司证券,就被认定为实施交易时“拥有”源于公司内部的相关信息,但是,被告可以反驳这种拥有推定。^⑥显然,上述推定相当于我国《行政纪要》中规定的第一层次的推定,即根据特定主体的身份、地位而推定其知悉(或称拥有)内幕信息。这是很多国家都实施的推定。此外,法国对内幕交易违规行为的制裁态度更为克制。法国明显拒绝了美国在起诉和惩罚内幕交易方面采取的路线。这种不同的路线与法国没有经历与美国相同的公司丑闻浪潮有关。此外,法国的企业文化和法律体系可能更抵制内幕交易,并且不愿意参与美国最近发生的对内幕交易的过度的起诉活动。^⑦因此,与我国的《行政纪要》第二和第五层次的推定以及《刑事司法解释》根据关系或联络以及交易行为而推定行为人知悉内幕信息不可同日而语。

(二) 新加坡的内幕交易推定及与我国的比较

新加坡在内幕交易行政处罚和民事制裁中实施推定的做法常被人提及,也是我国引入内幕交易推定的最主要的借鉴蓝本。其实,新加坡与我国的差别极大。新加坡《2001年证券和期货法》第218条明确规定了禁止的内幕交易行为及其推定规则。第218条第(1)款规定,与公司“有联系的”人,

^① Wojciech Prus, *The principle of the presumption of integrity of the entrepreneur pursuant to tax Law*, 3 Financial law review 68, 82(2019).

^② Ibid.

^③ 这种过错推定在实践中已经带来了诉讼滋扰和威慑过度问题。详见邢会强:《我国证券虚假陈述侵权责任规范模式之重构》,《法学研究》2025年第1期。

^④ 参见邢会强:《上市公司虚假陈述行政处罚内部责任人认定逻辑之改进》,《中国法学》2022年第1期。

^⑤ 参见张子学:《浅析“知悉”内幕信息的证明》,《证券法苑》2011年第4卷,法律出版社2011年版,第137-173页。

^⑥ 同上注。

^⑦ Eric Cafritz & James Gillespie, *France Diverges from US on Insider Trading*, 22 International Financial Law Review 58 (2003).

拥有与该公司有关的信息,该信息尚未公开且若该信息公开后,如果一个合理的人将会预期其对该公司的证券或以该公司证券为基础的衍生品的价格或价值产生重大影响,该“联系人”^①知道或理应知道该信息尚未公开且若该信息公开后,一个合理的人将会预期其对该公司的证券或以该公司证券为基础的衍生品的价格或价值产生重大影响,则适用本第(2)款至第(6)款的规定。第218条第(2)款、第(3)款禁止利用内幕信息进行交易,或建议他人交易,或泄露内幕信息。218条第(4)款就是规定了内幕交易推定的著名条款。这一款的原句表述是:“在任何针对218条第(1)款所述的与公司联系人所进行的指控其违反218条第(2)款或第(3)款的(行政处罚或刑事)程序中,如果指控方证明该联系人在关键时点上——(1)拥有与该公司有关的信息;(2)该信息尚未公开;则就可以推定,除非能证明存在相反情形,该联系人在关键时点上知悉——(1)该信息尚未公开;(2)若该信息公开后,一个合理的人将会预期其对该公司的证券或以该公司证券为基础的衍生品的价格或价值产生重大影响。”

对218条第(4)款的准确解读应该是:第一,适用推定的内幕交易嫌疑人仅限于“联系人”,即特定主体而非一般主体。“如果取消‘联系’要求,可能会使内幕交易之网过于宽泛地扩展到非传统内幕人员。”^②根据218条第(5)款的定义,联系人主要是指该公司或关联公司的经理、大股东,以及与该公司或关联公司之间存在职业或商业关系,从而使该人士拥有一种地位,他可以合理地被预期获得相关信息。这里的“经理”,涵义也很广,包括董事、秘书、雇员、接管人、管理人、清算人、受托人等。218条第(5)款规定的“联系人”与我国《证券法》第51条规定的“内幕信息知情人”极为相似。第二,推定的前提是指控方需要证明联系人在关键时点上“拥有”与该公司有关内幕信息。因此,即便是“联系人”,但如果不能证明其“拥有”与该公司有关内幕信息,则不能推定其“拥有”。第三,推定的内容是推定“联系人”在关键时点上知悉该信息为内幕信息并具有重大性。“像董事这样的人控制着公司的信息披露机制,并且可能会基于未披露信息进行自利交易。第218条在这些情况下逆转了举证责任,因此指控方只需要证明他们拥有内幕信息,就会产生一种推定,即他们在交易时知道该信息的性质。”^③同时,新加坡《2001年证券和期货法》第220条规定,在内幕交易行政或刑事指控中,不必证明被指控人或被告故意利用了内幕信息。据此,可以认为,在新加坡,知悉内幕信息并进行了相关的证券交易即利用了内幕信息。

新加坡与我国的做法差异是很明显的:第一,适用推定的内幕交易嫌疑人,在新加坡仅限于“联系人”,在我国则扩张至所有人。第二,推定的前提,在新加坡,指控方需要证明联系人在关键时点上“拥有”与该公司有关内幕信息;但在我国,对于《行政纪要》规定的第一、二、五层次的人,监管机构都不需要证明其“拥有”内幕信息。第三,推定的内容,新加坡是推定“联系人”在关键时点上知悉该信息为内幕信息并具有重大性,我国的推定实际上包括了三方面内容:一是推定相关人员拥有相关信息,二是推定这些人知道该信息属于内幕信息,三是推定这些人实际上利用了这些内幕信息。^④除了以上三点不同外,新加坡和我国也存在相同点,即都允许被指控人举证抗辩推定不成立。

(三) 印度的内幕交易推定与我国的比较

在内幕交易方面,印度证券交易委员会(Securities and Exchange Board of India,以下简称SEBI)于2015年制定的《印度证券交易委员会(禁止内幕交易)条例》详细规定了内幕交易的定义、

^① 国内有人将“the connected person”译为“关联人(士)”。这一译法容易与我国常用的关联交易语境下的“关联方”相混淆。尽管“the connected person”与我国常用的关联交易语境下的“关联方”有交叉,但也有很大不同。因此,本文将“the connected person”译为“联系人”,其涵义是独特的。

^② Hans Tjio, Wai Yee Wan, Kwok Hon Yee, *Principles and Practice of Securities Regulations in Singapore*, LexisNexis, 2017, p.625.

^③ Ibid.

^④ 参见黄辉:《我国证券内幕交易的执法强度及其影响因素:实证研究与完善建议》,《法学评论》2023年第6期。

禁止行为以及对违规者的处罚。

1992年《印度证券交易委员会法》第15G条授权SEBI对内幕交易进行处罚。根据该条规定，如果任何内幕人士：无论是代表自己还是代表其他人，在任何证券交易所上市的公司证券上，基于任何未公开的价格敏感信息（Unpublished Price Sensitive Information，以下简称内幕信息）进行交易；或向任何人传达任何内幕信息，无论该人是否请求此类信息，除非是在正常业务过程中或根据任何法律所必需的；或建议或诱使他人基于内幕信息交易任何公司的证券；印度证监会可在不低于100万卢比、最高可达2.5亿卢比或内幕交易所获利润的三倍（以较高者为准）的幅度内予以罚款处罚。2015年《印度证券交易委员会（禁止内幕交易）条例》第2条的定义条款对“内幕人士”等关键术语进行了定义。“内幕人士”是指：一个“联系人”或拥有或接触内幕信息的人。该条例对此注释道：“由于‘公开可获得信息’已有定义，其意图是任何拥有或能够获取内幕信息的人都应被视为‘内幕人士’，不论一个人是如何拥有或获取此类信息的。为这样的人提供了各种情况来证明他没有参与内幕交易。因此，这个定义旨在将任何接收或能够获取内幕信息的人都纳入其适用范围。因此，证明某个人在交易时拥有或能够获取内幕信息，将落在提出指控人的身上，之后拥有或能够获取此类信息的人可以证明他当时并不拥有此类信息，或者他没有进行交易，或者他无法获取信息，或者他在拥有此类信息时的交易完全符合免责情况。”^①

对于“联系人”，该条例第2条也给出了具体定义：“联系人”是指现在或此前6个月内，任何直接或间接与公司有关联的人，包括但不限于因为频繁与公司管理人员沟通，或因合同、信托或雇佣关系，或作为公司的董事、高级职员或雇员，或持有任何职位，包括与公司之间的职业或商业关系（无论临时或永久），从而允许该人直接或间接获取内幕信息，或合理预期会允许接触内幕信息的人。此外，该条例第2条还列举了“被视为联系人”：不影响上述一般性规定的前提下，以下类别的人应“被视为联系人”，除非有相反证据证明：（1）前述“联系人”的直系亲属；或（2）控股公司、联营公司或子公司；或（3）相关中介机构或其雇员或董事；或（4）投资公司、信托公司、资产管理公司或其雇员或董事；或（5）证券交易所、清算所的官员；或（6）共同基金的信托董事会成员或资产管理公司的董事会成员或其雇员；或（7）根据2013年《公司法》第2（72）条定义的公共金融机构的董事会成员或雇员；或（8）SEBI认可或授权的自律组织的官员或雇员；或（9）公司的银行家（banker）；或（10）公司董事或其直系亲属或公司银行家持有超过10%的股份或利益的任何集团、企业、信托、印度未分割家庭（Hindu undivided family）、公司或法人团体。

该条例还以注释的形式对此进行了解释：“联系人”是指那些与公司有联系，预计会使其掌握内幕信息的人。直系亲属和上述列明的其他类别的人也“被视为联系人”，但这种假设是一种法律推定，是可以反驳的。此定义还旨在包括那些可能在公司中没有明显职位，但与公司及其管理人员保持定期联系并了解公司运营的人。它旨在将那些可能因任何联系而能够接触或获取关于任何公司或公司类别的内幕信息的人纳入其范围，这些联系预计会使他们掌握内幕信息。^②

该条例第4(1)条更是明确规定了内幕交易推定：当一个交易证券的人已经拥有了内幕信息时，他的交易将被推定为是由他对其拥有的内幕信息的了解和知悉所驱动。如果他能举证证明——（1）该交易是场外交易，在交易作出时，交易双方都拥有内幕信息；（2）该交易是通过大宗交易窗口机制进行的交易，在交易作出时，交易双方都拥有内幕信息；（3）该交易是内幕人士基于诚信原则，履行法定或约定义务的行为；（4）该交易是行使股票期权的行为，行权价格是按照有关法规的规定，事先确定好的价格进行的；（5）如果拥有内幕信息的个人与作出交易决策的个人是不同的人，而作出交易

^① Securities and Exchange Board of India (Prohibition of Insider Trading) Regulations, Art. 2(g).

^② Securities and Exchange Board of India (Prohibition of Insider Trading) Regulations, Art. 2(d).

决策的个人在做出交易决策时并不拥有该内幕信息,且有适当和充足的安排来确保上述约定并不违法,拥有内幕信息的个人与作出交易决策的个人之间不存在内幕信息的传递,也没有证据表明该约定被违反。(6)交易是根据本规定第5条规定的预定交易计划进行的。^①

上述规定中的内幕交易推定,仅仅是推定“拥有即利用”,且给出了明确的6条豁免路径。该规定还以注释的方式补充道:“至于该人交易的原因或交易所得的用途,与其是否违反法规无关。当一个人拥有内幕信息时进行交易,(指控方)在提起指控之初就应该提出这一点。一旦指控确立,内幕人士就有义务自证清白,如果不能自证清白,他的交易行为将被作为违法来对待。”

印度与新加坡及我国的做法差异有:第一,适用推定的内幕交易嫌疑人,在印度为“联系人”及“被视为联系人”,比新加坡的“联系人”范围广,但不及我国的范围广,未包括一切“非法获取内幕信息的人”,以及在内幕信息公开前与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触的人。第二,印度明确了“被视为联系人”是一项推定条款,可以为相反的证据所推翻。我国则没有明确规定《证券法》第51条是一个推定条款。第三,推定的内容,印度宽于新加坡,但与我国类似:一是推定“被视为联系人”“拥有”内幕信息;二是推定“拥有”内幕信息者在交易时利用了内幕信息。第四,内幕信息知情人的近亲属或密切关系人进行证券交易时,在印度需要证明其拥有内幕信息才能进行内幕交易行政推定,但在我国,只要证明其“交易基本吻合”,不需要证明其拥有内幕信息就能进行内幕交易行政推定。第五,推定的推翻,印度明确列明了6种可以推翻推定的具体情形,比我国刑事司法解释所列举的4种情形详尽、具体,更具可操作性。

(四)泰国的内幕交易推定与我国的比较

为了降低打击内幕交易的举证负担,泰国于2016年通过制定《证券交易法》引入了内幕交易推定规则。这主要规定于该法第243条和第244条。该法第243条规定:下列各项人员,推定其知悉或拥有内幕信息:(1)发行人的董事、经理或控制人;(2)因拥有职位或在因工作流程上,负责或能够接触到内幕信息的发行人的员工或雇员;(3)通过履行义务能够知道内幕信息的人,如审计师、财务顾问、法律顾问、资产估价师等;(4)拥有职位或有条件在工作中接触到内幕信息的政府机构、证券监管机构、证券交易所、柜台市场或衍生品交易所的工作人员、代表、代理人、顾问等;(5)在本条第(1)至(4)项规定的人的控制之下运营的法人。^②

该法第244条规定:下列人员,如果其证券交易模式或缔结的衍生品交易合约的模式与通常的模式不同,则被推定为知悉或拥有内幕信息:(1)持有,与配偶、同居的人、未成年人合计持有,证券发行人已发行证券的5%以上的人;(2)因为职位或因在工作流程上负责或能够接触到内幕信息的发行人的母公司或附属公司的董事、经理、控制人或雇员;(3)第243条规定的人的合伙人、继承人、收养人或被收养人;(4)与第243条规定的人具有血缘关系的兄弟姐妹;(5)第243条规定的人或本条第(3)项和第(4)项规定的人的配偶或同居人。^③在泰国,对于在内幕交易领域引入推定,也有反对声音。例如,有人认为,证券交易作为二级市场,具有促进一级市场募集资金功能和资源配置功能发挥的重大意义。为此目的,政府应确保投资者对证券交易有信心且有兴趣,固定地和持续地(regularly and continuously)进行证券交易。证券交易市场的目标有三:提高流动性、维持交易秩序,确保市场公平。为实现这三大目标,法律就不能太严格。减轻监管者举证负担的法律推定,将增加诚信投资者的负担,阻止这些投资者参与证券市场交易。

泰国与我国的做法差异有:第一,适用推定的主体范围,泰国不及我国的范围广,泰国与新加坡、印度一样,也仅限于特定关系人,我国则包括一切人。第二,泰国明确了所谓“内幕人士”知悉或拥

^① Securities and Exchange Board of India (Prohibition of Insider Trading) Regulations, Art. 4(1).

^② Securities and Exchange Act (B.E. 2535, As Amended), Section 243.

^③ Securities and Exchange Act (B.E. 2535, As Amended), Section 244.

有内幕信息是一项推定条款，可以为相反的证据所推翻。我国则没有明确规定《证券法》第51条是一个推定条款。第三，推定的内容，泰国也很广泛，且与我国类似：一是推定所谓“内幕人士”知悉或拥有内幕信息；二是推定异常交易模式下内幕人士的特定关系人知悉或拥有内幕信息；三是进而推定其知道该信息为内幕信息并利用了内幕信息。总之，泰国内幕交易推定的主体范围虽不及我国广，但相关规定较为粗疏。

（五）对我国的启示

第一，引入内幕交易推定的国家和地区是少数，大多数国家和地区都未引入。其他国家和地区，如美国、英国、澳大利亚、德国以及大部分欧洲国家、我国香港和台湾地区，均未实施推定，而是由指控方举证证明被告或被处罚人知悉内幕信息从事证券交易。例如，在美国，证明行为人“知悉”的证据，既可以是直接证据，也可以是环境证据。但实践中内幕交易案件中很少有直接证据，不存在“正在冒烟的枪”或者其他物理证据科学地指证违法者。这类案件几乎全部要靠环境证据证明。^① 联邦检察官要对内幕交易提起诉讼，则美国证监会或美国司法部必须先证明如下4个关键要件：（1）行为人在购买或出售证券的过程中，存在违反受托责任或信任的行为；（2）行为人利用“重大”非公开信息来决定购买或出售证券；（3）行为人使用内幕信息时知晓内幕信息或存在重大过失；（4）行为人由于该证券交易而获得了个人利益（获得利润或避免损失）。在加拿大安大略省证券委员会也指出，内幕交易和泄露内幕信息案件的某些要素通常需要通过环境证据而非直接证据来证明，因为“唯一直接了解相关通信内容的人是违法者本人”。^② 环境证据本身并不直接证明所指控的事实；相反，可以从环境证据中推断（infer）出相关事实。这些推断必须基于证据所确定的事实或一组事实合理且逻辑地得出，^③ 应基于证据的综合权重得出。^④ 如果环境证据同样支持两个对立的推断，一个对指控方有利，另一个对被调查人有利，那么指控方将未能完成其举证责任。^⑤

第二，在引入推定的国家，推定的适用主体不尽相同。法国和新加坡的主体范围最窄，印度和泰国次之，我国最广。

第三，在引入推定的国家，新加坡和泰国是通过法律引入的，印度则是通过SEBI的规章引入的。由于在内幕交易行政或刑事案件中实施推定，本质上一种违法推定或有罪推定，不利于违法或犯罪嫌疑人，因此，即便是实施推定，也需要由法律明确规定。因此，印度的做法不足为训。相反，新加坡和泰国的做法值得借鉴。

第四，印度和泰国都明确了所谓的内幕人士知悉或拥有内幕信息是一项推定条款，有利于法律适用，值得我国借鉴。

第五，排除利用内幕信息的正当理由制度，在印度得到了充分的发展，颇值借鉴。任何人要想证明“没有”都存在着困难。被推定的人如果不能证明他们自己没有犯罪，他们将受到惩罚。如何对被推定的人进行法律保护，也是实践中面临的难题之一。但是，印度却为排除利用内幕信息的正当理由提供了详细的清单，此外印度还明确规定了预定交易计划的要素，为预定交易计划提供了明确的指引。

四、我国内幕交易推定制度的完善

鉴于内幕交易推定制度本身存在的内在缺陷，有必要有针对性地予以改革与完善，具体包括如下四个方面的内容：

① 参见张子学：《浅析“知悉”内幕信息的证明》，载《证券法苑》2011年第4卷，法律出版社2011年版，第143页。

② Paul Azeff et al., 2015 ONSEC 11 (CanLII), at para 43.

③ Finkelstein v Ontario Securities Commission, 2018 ONCA 61, at para 61.

④ Finkelstein v Ontario (Securities Commission), 2016 ONSC 7508 (Div Ct), at para 24.

⑤ Hutchinson (Re), 2019 ONSEC 36 (CanLII), at para 62.

(一) 对于确需保留的内幕交易推定, 必须由法律予以明确规定

推定制度具有“侵益性”, 对行为人的权益产生重大不利影响。此种“侵益性”规范的创设, 须经行为人同意, 或人民的代议机关通过法律的形式予以“同意”, 而不能由行政机关、司法机关随意创设。内幕交易推定制度, 导致在行政处罚和刑事诉讼过程中, 为当事人创设了证明义务。这是没有法律依据的。“至少在现代法律上, 对人们义务的创设, 乃是作为主体的国家或地方立法者通过法律才能做的决定。”^① 遗憾的是, 无论是《行政纪要》还是《刑事司法解释》, 都不符合法律的形式要求。对此, 有学者指出“由于《行政纪要》只是法院实际工作中的指导性意见文件, 严格意义上, 当然不具有普遍适用性和法律强制执行力, 更不能直接作为执法、司法的依据,”^② 但实践中《行政纪要》的规则几成行政司法中的基本做法与共识。

从发展的观点看推定, 其实存在着从一般推论到事实推定再到法律推定的一个渐进发展过程。^③ 将事实推定上升为法律推定, 是对行之有效的事实推定的最好肯定。为了使内幕交易推定更具法律正当性, 确需保留的推定, 应由法律予以规定, 而不能仅由司法解释甚至“纪要”加以规定。对此, 有学者曾指出: “在立法机关对推定规范的建立持较为谨慎态度的情况下, 单靠两个最高司法机关的司法解释, 可能很难建立起较为完善的推定制度。最高司法机关有时候更多地考虑了办案的便利和效率, 而不一定完全顾及推定规范的合理性和正当性。”^④ 其实, 在民法领域, 在对待过错推定的问题上, 《民法典》第 1165 条第 2 款已经规定了过错推定法定原则。对此, 参与立法的专家解释说: “从其他国家过错推定实施和发展的结果看, 过错推定近似于无过错责任原则。因此, 对行为人而言, 过错推定是一种较重的责任, 不宜被滥用, 需要由法律对适用范围作严格限定, 否则就有可能限制人们的行动自由。从境外的立法经验看, 基本上都由法律明确规定在什么情况下适用过错推定。”^⑤ 有学者称过错责任为法律保留事项。^⑥ 同理, 对于确需保留的内幕交易推定, 即仅限于: (1) 《证券法》第 51 条规定的特定主体, 推定其知悉内幕信息; (2) 知悉内幕信息后进行交易的, 即推定其利用内幕信息。对此, 应在未来修改证券法时予以明确规定。除此之外的内幕交易推定, 无论是行政推定还是刑事推定, 均应废除。

(二) 明确《证券法》第 51 条为可推翻的法律推定及明确知悉即利用推定

《证券法》第 51 条采用了“内幕信息知情人包括……”这样的模糊不清的表述, 源于我们传统上对于推定的研究和认识不足, 并导致了在实践中出现适用困难。借鉴印度和泰国的做法, 我国未来在修改这一条款时应明确改采如下表述: “下列人员, 推定其知悉与发行人有关的内幕信息, 但行为人能提出相反证据证明的除外……”。此外, 证券法还应该增加规定: 监管机构证明行为人知悉内幕信息后进行交易的, 即推定其利用了内幕信息; 行为人能举证推翻该推定的, 应认定为未利用内幕信息。这一“拥有即利用”的推定, 符合大多数情况下的实际情况, 能更清晰地表达立法本意, 且给特殊情况下未利用内幕信息的行为人以举证推翻该推定的机会。不过, 需要说明的是, 行为人在此的举证标准, 应是优势证据标准, 即未利用的可能性大于利用的可能性即可推翻该推定, 而不是要求行为人排除其利用内幕消息的任何可能性, 因为这一严苛的要求是任何行为人都做不到的, 如此严苛的要求无异于将推定异化成了认定或拟制。

① 谢晖:《论权利推定的类型和方法》,《政法论坛》2023 年第 4 期。

② 陈洁:《内幕交易事实认定中自由裁量权的适用及其规制——以内幕交易“知悉”要件的推定为视角》,《清华法学》2018 年第 6 期。

③ 参见郑文革:《推定制度研究》,中国人民大学出版社 2019 年版,第 141 页。

④ 陈瑞华:《论刑事法中的推定》,《法学》2015 年第 5 期。

⑤ 黄薇主编:《中华人民共和国民法典释义》(下),法律出版社 2020 年版,第 2238 页。

⑥ 参见程啸:《侵权责任法》(第 3 版),法律出版社 2021 年版,第 119 页。

（三）废除“密切关系人+交易”及“联络接触+交易”型内幕交易推定

我国应废除“密切关系人+交易”及“联络接触+交易”型内幕交易行政推定和刑事推定。将知悉内幕信息的推定仅仅限缩于现行《证券法》第51条规定的内幕信息知情人范围之内。现行《证券法》第51条规定的内幕信息知情人范围较为宽泛，不但包括上市公司、关联方及其董监高，还包括由于因其任职或业务往来而可以获取内幕信息的人，上市公司收购和重大资产重组的相对方，以及有关中介机构的人员。他们是最可能从事内幕交易的主体，即便对他们实施内幕交易推定，也不易被滥用，这是因为上市公司可以对这些主体进行管控和教育。但以上人员之外的一般社会主体，不易经由上市公司进行管控、教育，即难以通过内部控制和教育防范其内幕交易风险，也容易出现推定错误。现代文明社会的进步体现在无罪推定或合法性推定（诚实推定）方面。有罪推定或违法性推定尽管在个别罪行（如巨额财产来源不明罪）上适用，但这不仅由（狭义）法律予以明确规定，而且仅适用于公职人员等特殊主体，不能对非特殊主体即社会公众实行有罪推定或违法推定。

但巨额财产来源不明罪的有罪推定与内幕交易的有罪推定也有重大区别：（1）主体不同：前者的犯罪主体是特定主体即国家公务人员，而后者的主体是一般主体。（2）教育、风险及防范不同：国家公务人员作为特定主体，所受到的反腐倡廉教育较多，能够清晰认识到这一风险，因此，当他们有数额较大的收入或财产时，有义务也能够保留相关证据；而对于大部分个人投资者来讲，他们都没有受到过真正的、完整的内幕交易法律教育，因此，这一风险只有投资者自己涉身其中才可能认识到，但此时为时已晚，更不要说事前留取证据了。（3）法定与否：前者之推定有《刑法》条文的明确规定，后者之推定仅通过司法解释的方式就引入了，法定性不足。（4）案件数量与出错概率不同。每年适用“巨额财产来源不明罪”判决的案例数量较少，这主要是因为该罪名的适用条件较为严格，需要在排除其他犯罪后，才予以认定，纪检监察机关并未仅在证明犯罪嫌疑人拥有巨额财产后，就直接推定本罪，而是在实在无法查证其他犯罪后，才会适用本罪，因此，巨额财产来源不明罪很少单独适用过，而是基本上依附于贪污、受贿等主罪，^①这更类似于一种加重情节。无论如何，在犯罪嫌疑人在性质上是有罪的这一点上，出错概率较小。而近年来每年利用推定所判决的内幕交易罪案件数量却很多，行政处罚的案例更多，且行为人绝大多数没有同时触犯其他罪名或违法行为，因此，推定出错的概率较高，再加上案件数量很多，因此，错案的总数也较多，极易突破了人们所能容忍的出错底线。

对于一般主体的内幕交易推定应予废除。对于一般主体，其内幕交易应由各种直接证据和间接证据予以证明，而不能在指控方未证明其知悉内幕信息的情况下，仅证明密切关系人进行了证券交易，或联络、接触人在内幕信息的敏感期与内幕信息知情人员联络、接触并进行了相关的异常证券交易，就推定其知悉并利用了内幕信息。对于一般主体实施有罪推定或违法推定，带来的错误风险较大，且被推定不利方难以通过事先的预防措施来避免。但对于特殊主体的推定，由于上市公司可以通过内幕信息知情人登记、内幕交易法律知识培训、交易前内幕交易防范提醒、预定交易计划等多种措施予以风险防范，因此，相关错误风险是可控的。我们不苛求所有的推定都百分之百正确，但希望相关的风险可预期且可防控。但如果错误推定的风险很大，该项风险除了戒绝交易之外难以防控，这样的内幕交易推定将危及二级市场的活跃程度，应予废除。

在英美法系国家（地区），认定内幕交易成立存在着四种认定标准，分别是：“利用标准”“知悉标准”“折中利用标准”和“折中知悉标准”。^②“利用标准”要求证明行为人不但知悉内幕信息还利用了内幕信息。“知悉标准”则只要求证明行为人在交易时知悉内幕信息，而无论他是否实际利用了该信息。“折中利用标准”是在“利用标准”的基础上，利用各种间接证据来“强有力地推断”出行为人利用

^① 参见周世伟、王洪森：《推定适用与刑罚的指向——兼析巨额财产来源不明罪的立法完善》，《山西省政法管理干部学院学报》2014年第4期。

^② 参见马其家：《英美法系内幕交易的认定证明标准及启示》，《证券市场导报》2010年第10期。

了内幕信息。“折中知悉标准”是在“知悉标准”的基础上,增加了内幕交易抗辩。显然,“知悉标准”对检控机关的证明要求较低,对行为人较为苛刻、严厉。“折中知悉标准”则更科学一点。“利用标准”对检控机关的证明要求最高,“折中利用标准”次之。在美国,2000年8月通过的10b5-1规则采取了“折中知悉标准”。此外,澳大利亚、我国香港地区均采取了“折中知悉标准”。从前面介绍的新加坡、印度的经验来看,也属于“折中知悉标准”。欧盟、英国则采取“利用标准”,但允许抗辩。总之,各国(地区)证券法发展的不同历史阶段采纳标准不同,晚近有向“知悉标准”靠拢的倾向,但是在各国(地区)的司法与执法实践中又往往出现冲突判决或案例。即为了加强对内幕交易的打击,各国(地区)倾向于采取对检控机关举证责任较轻的立场的“折中知悉标准”,但检控机关证明行为人知悉内幕信息则是最基本的底线要求,仅有我国和泰国对于部分行为人采取不需要证明其知悉内幕信息的要求,尺度过于宽松,应予收缩。即便是收缩到“折中知悉标准”,进行“知悉即利用”的推定,仍有学者认为这仍然存在打击面过宽的问题,可能会伤及合法的商业行为,因为法律惩罚的不是知悉内幕信息而是非法利用内幕信息。

(四) 监管部门制定明确的内幕交易阻却事由细则

惩罚不是法律的目的,而仅仅是实现法律秩序的工具之一。良法善治,不在于惩罚有多严厉,而在于是否实现了法律秩序。“良法善治战略目标蕴含着以人民为中心的价值追求和以公正为生命线的法治精神”。^①“执法的有效性不仅体现为执法数量的增加,更要经受合法性与合理性的检验”。^②如果惩罚愈多,威慑过度,交易冷清,出现了“寒蝉效应”,则无疑走向了另一极端。在证券市场上,惩罚内幕交易的目的,不是让他们戒绝交易,远离股市,而是让他们明悉合法与违法的界限,不做违法的交易,但应满足他们合法的交易需求。只有满足了他们合法的交易需求,二级市场才能具有良好的流动性,才能有更准确的定价、更活跃的融资市场。但《刑事司法解释》第4条虽然提到了四种内幕交易阻却事由,监管部门却一直未制定细则,违法利用、合法利用以及未利用内幕信息的界限并不明确,导致实践中难以遵循。这四种内幕交易阻却事由的具体条件或构成要件为何?建议监管部门制定明确的内幕交易阻却事由细则,避免“不教而诛”,尽量满足投资者、交易者合法的交易需求。

在这方面,美国和印度的做法可资借鉴。美国《1934年证券交易法》下的10b5-1规则规定了交易计划,为公司内幕人士和公司在诚信前提下买卖公司股票提供了肯定性抗辩。^③印度2015年的《印度证券交易委员会(禁止内幕交易)条例》第5条也详细规定了6种内幕交易抗辩。建议中国证监会尽快将内幕交易阻却事由细则(尤其是预定交易计划)的制定列入议事日程,通过借鉴国外的先进经验,制定中国版的内幕交易阻却事由细则,为股东、投资者、交易者安全地进行证券交易提供安全港。

结 语

精准打击内幕交易是执法司法的目标,但受限于各种因素,这一目标在现实中殊难实现。在执法者难以百分百精准打击内幕交易的情况下,是放过坏人还是冤枉无辜?对此,古人已经给出了回答。《尚书·大禹谟》曰:“与其杀不辜,宁失不经。”西方则有著名的“布莱克斯通比值”(Blackstone ratio),即“宁可错放10个罪犯,不可冤枉一个无辜者。”^④这些智慧认为,无辜者受到保护比违法罪犯受到惩罚更重要,因为在现实世界中,任何一个国家,无论执法能力有多强,都是不可能使所有违法罪犯都受到惩罚的。如果无辜者受到惩罚,那么合法与非法之间就没有了界限。无辜者得不到保

^① 胡明:《以中国式法治现代化全面推进法治中国建设》,《政法论坛》2023年第1期。

^② 吕成龙:《论内幕交易民事责任之否定》,《财经法学》2023年第5期。

^③ 肯定性抗辩是指被告并不否认原告所主张的事实真实性,而是提出其他的理由来说明为什么自己不应承担责任。具体到内幕交易领域,是抗辩称自己未利用内幕信息。参见邢会强:《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》,《清华法学》2021年第5期。

^④ See Sir William Blackstone, *Commentaries on the Laws of England*, 9th ed., Callaghan and Company, 1893, p. 358.

护，广大的守法公民就没有了安全感，就会带来对法治信仰的崩塌、社会秩序的失范。内幕交易逃脱惩罚的危害，与冤枉无辜者的危害相比，后者更大，因为这会使广大的投资者丧失对中国资本市场法治的信心，不利于活跃二级市场。

将内幕交易比喻成“资本市场的毒瘤”是否恰当，值得重新思考。内幕交易的历史和证券市场的历史一样悠久，但将内幕交易作为一种违法甚至是犯罪行为打击，则相对晚近。即便是重拳打击内幕交易，但内幕交易依旧层出不穷。也就是说，内幕交易这个“毒瘤”在资本市场中始终存在，却没有哪一个国家或地区的资本市场因内幕交易这颗“毒瘤”而致死的。既然如此，内幕交易还是“毒瘤”吗？笔者认为，内幕交易是资本市场的“疥癣之疾”，也是顽疾，但不是“毒瘤”。^①治疗这一顽疾不可用猛药，不能实施“大手术”，而只能长期均匀用药，保守治疗。过度使用推定来认定内幕交易并予以重罚就是猛药，试图切除所有内幕交易就是“大手术”。慎用推定，收缩推定，废除“密切关系人+交易”型及“联络接触+交易”型推定，回归保守治疗，才是对症施治之策。同时，给正常的交易需求以出口，尽量采取疏导的措施，才能有一个活跃而有序的资本市场。

The Contraction and Perfection of China's Insider Trading Presumption System

Xing Huiqiang

Abstract: China implements an insider trading presumption system in both administrative penalties and criminal sanctions. This has legitimacy to some extent, greatly reducing the burden of proof on the accuser, making the punishment intensity of insider trading in China very high, higher than most other capital markets, which has caused many problems. These problems include the lack of prudence in the insider trading administrative presumption, and the insufficient development of the system of excluding reasonable reasons for insider trading; The criminal presumption of insider trading is suspected of violating the principle of presumption of innocence, while the administrative presumption of insider trading endangers the trader's right to presumption of integrity. The improvement of China's insider trading presumption system includes abolishing the "close relationship person+transaction" and "contact+transaction" insider trading presumptions; Clarify Article 51 of the Securities Law as a rebuttable legal presumption, and at the same time, the law should make it clear that somebody aware of insider information will be preempted he used insider information. At the same time, regulatory authorities should establish clear rules and regulations on the reasons for preventing insider trading, especially Advanced Trading Plan, to reserve space for legitimate trading needs.

Keywords: Insider Trading; Crime of Insider Trading; Legal Presumption; Advanced Trading Plan

(责任编辑 陈景善 韩萌萌)

^① 参见邢会强：《内幕交易民事赔偿制度的三个基础性问题》，《法律适用》2024年第10期。