

## 内幕交易的特殊行为形态分析

——兼议《证券法》内幕交易相关规范的修订

蔡奕\*

**摘要:**《证券法》第 76 条的规定只关注了内幕交易的一般行为形态,而对复杂的传递形态(多层次传递)和复杂的交易形态(正反向混合操作、影子交易)无暇顾及。而实践中,这些特殊的内幕交易行为形态逐渐有扩散蔓延的趋势,甚至还出现了主动探寻获取内幕信息的“获取型”和互换内幕信息的“交换型”内幕交易。由于法律并无明文规定,这些由实践中衍生的特殊行为形态的内幕交易存在认定上的困难,本文拟对这些特殊内幕交易的行为特征、认定难点展开分析,并在总结借鉴境外立法和执法经验的基础上,提出修订完善我国《证券法》内幕交易相关规范的一些建议。

**关键词:**内幕交易 多层次传递 影子型内幕交易 正反向混合操作

---

\* 深圳证券交易所综合研究所所长助理,研究员,法学博士。

## 一、多层次传递型内幕交易的认定

传递型内幕交易是近年内幕交易查处的一大难点。传统的传递型内幕交易主要是“一传一”的私下传递,且传递链较为封闭,多局限于家庭成员、近亲属、密友等小圈子。但随着现代社会信息流动方式的多元化、流动速度的加快以及社交网络的不断扩张,传统模式的传递型内幕交易逐步演化出“多向传递”和“多级传递”的趋势。

所谓“多向传递”,是指信息源(掌握内幕信息的内幕人员)将信息明示或默示透露给不只一个主体,即“一传多”的扩散式传递。在实际案件中,这些主体彼此间可能并无直接联系,与信息源的关系也各不相同,从而增加了查证的难度。

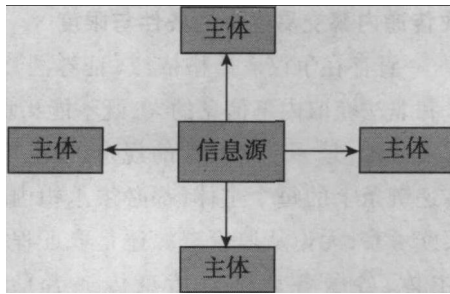


图1 内幕信息多向传递图示

所谓“多级传递”,是指内幕信息经同一信息源出现层次性的次第传递,即“上下手次第传递”。在这种传递型内幕交易中,二手以后的信息接受者与信息源之间可能并无直接关联,在信息传递过程中可能会产生“失真”和信息确信用度下降等问题。

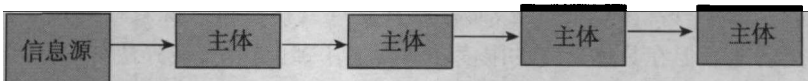


图2 内幕信息多级传递示意图

实践中还有更为复杂的内幕信息传递方式,即多向传递和多级传递的竞合,甚至还可能出现“一传十,十传百”的几何式传播扩散情况。

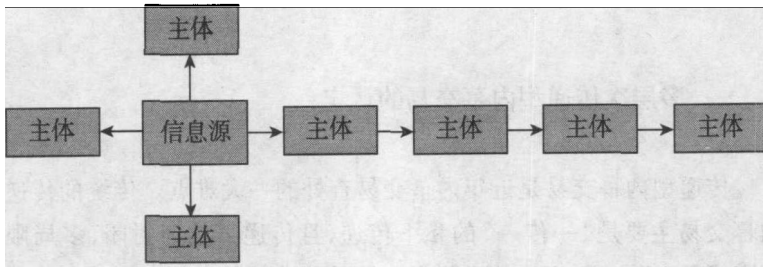


图3 复杂的内幕信息传递

多层次传递的特殊态势衍生出复杂的法律问题:对于连续传递信息的内幕交易,是否应该追究传递链上的所有主体?多层次传递的内幕信息最终可能扭曲失真,是否影响相关受领者责任的认定?深度挖掘和完整复原多层次传递的所有链条需要耗费大量的调查人力和物力,是否能在追究违法者和执法经济性之间找到合理的平衡?

### (一) 多层次传递内幕交易追查的条件与限度

对这个问题,一直存在争议。严格依照《证券法》第76条的规定,内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人,既不能买卖证券,也不能泄露或建议他人买卖证券,是一个绝对性的规定,没有传递层次的限制。这就意味着在传递链条上的每个主体,都必须承担内幕交易的违法责任。但从执法实践考察,无论从监管资源还是取证程度都无法覆盖信息链条的每个主体,各国各地区对信息传递者(tipper)和受领者(tippee)的追究,也都是有限度的。尽管与我国一样,有些国家在法律规范中没有任何追查限度的规定,但在执法司法实践中,也不会无限度地追查复原信息链的各个环节。

一般认为,离信息源越近,追查难度越低,离信息源越远,追查难度越高。因此,对于传递链末端的终端信息接受者(多为散户个人投资者),各域外法多敬而远之,而将监管重点放在离信息源较近的信息接受者上。但在具体追究的限度和追责的法理原则上,域外法各有区别。

美国对传递型内幕交易的查处,经历了复杂的法律演变。早期美国司法界认为,知悉内幕信息者在与对方进行交易时,无须披露自己知道内幕信息的情况,除非其对交易对手负有普通法上的信托义务(fiduciary relationship theory)。借此,“传统内部人”(管理者和大股

东)及“临时内部人”(公司委托中介)受到内幕交易制度的约束,但依此理论,并不能将那些外部人(如收购方委托的律师)纳入内幕交易制度的管制范围。后来的司法实践中发展出“信息源受托理论”(fiduciary duty owed to source of information),用以扩大内幕交易制度的辐射范围。依据“信托理论”和“信息源受托理论”,受秘者只有在他们知道义务人违反信托义务的情况下,才承担内幕交易的责任(chain of fiduciary duty)<sup>①</sup>。但凡“受秘者”知道或者应当知道泄密者违反受托义务,并进行了内幕交易,就要承担内幕交易的法律 responsibility,如果这一前提成立,且能证据充分确凿,那么追究的受秘者层次,没有任何法律的限制。典型案例如 IBM 收购 Lotus 的内幕交易案件中,联邦法院判决多达 6 层的受秘者必须承担内幕交易的法律 responsibility。<sup>②</sup>

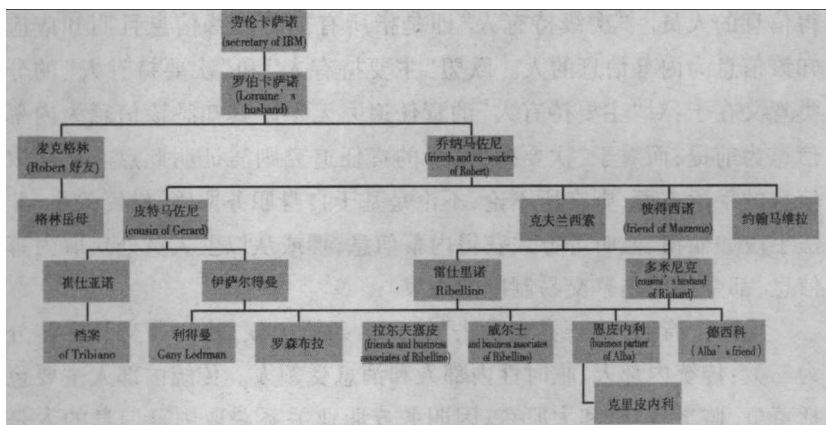


图 4 典型案例——美国 Lotus 股票内幕交易案件信息传递图示

① See *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 655 (1983).

② 该案是较为复杂的多层次传递型内幕交易案件。劳伦卡萨诺是 IBM 公司的秘书,因为工作关系了解到 IBM 即将收购软件巨头 Lotus 的消息,便将消息告知丈夫罗伯卡萨诺,由其购买 Lotus 的股票。此后,信息流分成两个分支:罗伯卡萨诺将信息告知好友麦克格林,格林再传递给其岳母;另一条信息流则有更复杂的演变。罗伯卡萨诺将消息透露给其同事兼好友乔纳马佐尼,乔纳马佐尼迅速将消息告知表亲皮特马佐尼和克夫兰西索等几个好友。皮特马佐尼和克夫兰西索分别将消息继续扩散。消息此后在这些人的亲属、朋友、生意合作伙伴中继续传递,最远达到了克里皮内利的第六层。该案共涉及六层次传递,涉案人数高达 25 人(其中 3 人侥幸逃脱处罚),查处这样的案件不仅在美国而且在世界范围内都是较为罕见的。

与美国将内幕交易视为普通法欺诈行为进行规范的做法不同,欧盟将内幕交易视为损害市场秩序的违法行为。受此观念影响,欧盟内幕交易制度的管制范围较美国广泛,规制主体方面没有所谓的内部人概念,而只有信息持有人的概念(person possessing inside information),原则上一切持有内幕信息的人都受内幕交易制度的管制。2003年欧盟《内幕交易与市场操纵指令》(Directive on insider dealing and market manipulation,以下简称指令)第2条和第4条将内幕交易制度的规制主体分为“主要持有人”(primary)和“次级持有人”(secondary)。这一划分标准,明显受到了美国有关消息传递者与消息受领者(tipper v. tippee)区分的影响。所谓“主要持有人”包括以下几类:经营、管理或监督机关的成员;股东;执行雇佣、专业、职责的人员;因犯罪行为而取得信息的人员。“次级持有人”即是指所有拥有内幕信息且明知或应知该信息为内幕信息的人。欧盟“主要持有人”和“次要持有人”的分类意义在于:对“主要持有人”的责任追究无须以其知悉该信息为内幕信息为前提;而对于“次要持有人”的责任追究则需证明此点。在获取信息的手段方面,则在所不论,不论是基于自身职务原因、投资关系、非法手段如偷窃、监听等方式获得内幕信息,抑或从以上人员处获取内幕信息,都要接受内幕交易制度的约束。

我国台湾地区“证券交易法”第157条第1款,将内幕交易主体分为三类:传统内部人、临时性内部人和消息受领人。传统内部人主要包括董事、监事、经理和大股东;因职务或职业关系获取内幕信息的人是临时性内部人;消息受领人指从传统及临时性内部人处获取信息的人。可以看出,我国台湾地区对传递手数的限制比较严格,消息受领人仅局限于限制在消息直接后手的,直接后手之后的消息受领人“二级以上受秘者”不受约束。对此,我国台湾地区实务界的解释是:不将后手的后手纳入内幕交易制度管制主要是考虑到,后手不具有公司内部人的特殊身份,从后手处得知消息买卖证券,多半是基于投资人的自主判断,此种交易危害度较低,不必进行规范。<sup>③</sup>

综上可知,在多层次传递型交易中,境外直接对传递的层次(即传

---

<sup>③</sup> 参见黄柏夫:“内线交易之民刑事责任”,载《万国法律》2008年4月刊。

递手数)作出划一的限制规定的法律较少,我国台湾地区的规定是个特例。直接作出层次性的限制优点是简单明了,便于执法,但其缺陷亦明显:二级以上受秘者所从事的内幕交易未必社会危害更低,如果在有确定利益输送或分成的情况下,传统内部人、临时内部人与一级受秘人以及其他多层次受秘人完全可以形成更为紧密的通谋交易关系,从而规避法律只追究一级受秘人的僵化规定。

具体到我国执法实践,不宜直接对传递层次的追究作出限制,多层次传递内幕交易这一问题的提出,本身就反映了内幕交易的间接化和隐蔽化趋势,如果把追究层次再局限在第一层或第二层,只会助长这种不良态势。参照境外执法经验,其他可供借鉴的调查追究路径是通过传递条件的限制来解决追究层次的问题。如果满足必要的逻辑条件(实际上主要是主观要件),则可以认定受秘者的违法危害性达到了一定程度,应予以追究。从国外立法例看,这样的逻辑条件主要有:

#### 1. 泄露者的主观方面

传来型内幕交易要求泄露者主观上必须是故意的,即明知是经保密的内幕信息而予以泄露,如果是过失泄露内幕信息(如不知该信息为内幕信息或误以为该信息已过保密期),则还必须考察泄露者与接受信息者是否具有利益关系。

#### 2. 接受信息者的主观方面

与泄露者的主观方面类似,也要求接受信息者必须明知是内幕信息而加以利用,如果泄露者纯粹只是推荐或建议接受信息者从事交易,则还必须考察二者之间的利益关系。

#### 3. 泄露者和接受者的利益关系

这一指标在泄露者和接受者的主观方面为过失时非常重要,如果二者之间存在某种特殊利益关系,如利润分成协议或是具有家属、亲友等亲密关系,甚至是泄露者可能因此获得声誉上的提高乃至将来可能得到其他收益等,那么即使泄露者或接受者主观方面为过失,也必须承担内幕交易的法律责任。因为过失只是表示过错程度轻微,并非无过错,作为泄露者必须认真查证所泄露信息的性质,接受者也不能对信息不加审查一概为己所用,况且故意和过失的主观认定,查证起来颇有难度,如果泄露者和接受者之间存在利益关系,则所谓的“过失”很可能

是故意的“过失”,为了从严查处内幕交易,堵塞监管漏洞,许多国家的司法实践对此类情形均认定为内幕交易。

4. 在美国,还有一个特殊的要求,即公司内幕人员的泄露行为必须违背了对公司或股东的信用义务(fiduciary duty),才被认为是内幕交易行为

因为有些泄露行为,是出于公司利益或发展的考虑,甚至经过公司或股东的有效授权,其泄露范围也是特定的,并不对市场构成负面损害,在这种情况下,监管机构或法院可以认为公司内幕人员的泄露行为并不违背信用义务,因而也就不构成内幕交易。但这一规定的适用必须严加限制,以避免公司、股东、管理人员和市场炒家的恶意勾结造成的操纵市场行为。

## (二)多层次传递过程中信息“失真”的处理

有一则笑话,有个人说:“西伯利亚下了场鹅毛大雪”,到第二个人口中变成了“西伯利亚下了鹅毛”,转到第三个人则变成了“西伯利亚下了鹅”。正如生活中口口相传的信息传递会出现失真一样,在多层次传递型内幕交易中,内幕信息经过辗转多手的传递,也会因以下一些因素造成信息内容的失真:

### 1. 内幕信息本身不够明确

构成内幕信息本身需要确定性要求,但在信奉“时间就是金钱”的资本市场游戏者中,可能内幕信息尚处于基本确定或相对确定状态,信息就被泄露了出去;此外,某些内幕人士故弄玄虚,不透露全面完整的信息内容,也会导致信息在后续传递过程的失真。

### 2. 内幕信息被干扰

以内幕交易最为频发的并购重组领域为例,内幕信息在传递过程中,可能受到外在信息源(如上市公司发布公告)的干扰,从而使信息使用者对信息的真实性产生怀疑,甚至认为内幕信息有误。

### 3. 信息传递环节过多

内幕交易毕竟是一件违法的事,许多的信息传递都在仓促紧张的状态下进行,随着传递环节的增加,对内幕信息的理解和把握可能出现偏差,如信息内容的增损以及信息要素的扭曲等。

之所以要认真考虑这个问题,是因为许多内幕交易违法行为人

(尤其是传递链后端的当事人)被查处时,纷纷提出抗辩认为其所据以交易的信息内容与真正的内幕信息有较大偏差,不能认为是利用内幕信息从事交易。那么,在多层次传递过程中发生的信息失真,能否作为当事人的免责事由呢?

我们认为,由于造成信息失真的原因很多,所以必须根据具体的情形作出个案的处理:

首先,如果信息本身达不到“确定性”的要求,那就不是单纯的信息传递失真的问题,而应回归到肇始信息是否是内幕信息这个基本问题上,如果传递出的信息完全不具备确定性,那么信息自然就不属于内幕信息,便无法认定传递者和接受者的内幕交易行为。如果信息本身处于基本确定或相对确定状态(如初步确定了重组对象或在两个对象中择一),那么至少在内幕信息本身不会有大的认定争议。

其次,确定内幕信息确定性要素之后,实际上就是信息接受者主观认知的问题了。假设内幕信息涉及的“重组二选一”对象分别为A公司和B公司,一些内幕交易者为了保险起见,会分别斥资购买两只股票,但也会有一些人出于种种原因只购买其中一只股票,最终的结果证明他们购买了错误的股票。与之相类似的另外一个情况是,在内幕信息传递过程中,由于股价产生异动,上市公司不得不发布了澄清公告,说明没有重组行动。有些行为人还真相信了这种例行说词,便“信以为真”地认为自己所接受的信息并非内幕信息。那么他们的行为就不属于内幕交易了吗?

其实不然。在上述情况中,内幕信息本身是相对确定的,并没有实质性错误,行为人之所以存在认识上的错误,是因为由于主观或客观因素,他们对信息进行了分析、过滤、判断并最终作出了决定,在此种情况下,可以套用《刑法》上关于“对象认识的错误”加以分析。《刑法》上关于“对象认识错误”判断的基本原则是行为人主观上是否存在过错,如果主观上存在犯罪意图,即使认识错误也应定罪,如行为人意图杀害甲,但在黑夜中将牲畜误认为是甲而加以杀害,仍然构成故意杀人未遂。在内幕信息发生失真的情况下,如果信息接受者一开始有充分理由相信是内幕信息(可从信息来源、信息传播方式、信息保密程度等判断),并据此进行了交易,其主观上有内幕交易的意图,客观上有内幕



交易的行为,就可以认定其构成内幕交易。至于信息本身的演变及其后对信息的确信、怀疑或动摇等过程都是人主观心理对信息确信度的认知程度,是一个次要的技术因素,无关内幕交易认定的大局。

最后,不排除内幕信息传递过程中,由于扩散范围的加大,一些终端信息接受者是一种相对公开的方式(如网络、道听途说等)接触到了此类信息,即所谓的“小道消息”或“包打听”型交易者。此时,信息经过无数次传递,已是面目全非了。这也属于“对象认识错误”的范畴,即行为人将已不属于内幕信息的信息当成内幕信息而从事交易,并且信息已经充分公开,据以进行交易不会获得超额收益,因而社会危害性和法律可责性极低,故对此行为可网开一面,不予追究。

## 二、“影子型”内幕交易的认定

近年,随着衍生品市场的发展和对股票领域内幕交易打击力度的加大,一些行为人逐渐丰富自己的品种选择,从直接买卖标的上市公司的股票,转向买卖该公司的“影子证券”,即买卖与内幕信息密切关联的其他相关上市公司股票、权证、可转换公司债或其他衍生产品。这一变化可称为内幕交易的“影子化”。

### (一)内幕交易“影子化”的主要表现

#### 1. 交易与内幕信息有关的其他上市公司的股票

以并购重组为例,内幕交易一般体现为购买并购方或被并购方的股票,但在有些并购重组中,还涉及第三方(如现金选择权提供方),其股价也会因并购重组事件造成异动,因此购买第三方股票也可能获得内幕交易的利益。

#### 2. 交易有关上市公司的权证和其他衍生证券(如可转债)

上市公司的衍生证券。衍生证券(derivative security)的价格影响因素很多,但最基本的价值依赖于其标的证券(underlying security)即上市公司股票的价格。甚至由于杠杆率的存在,某些衍生证券(如权证)的价格变动幅度远大于其正股。因此,在存在正股与衍生证券并存的情况下,许多内幕交易行为人倾向于交易获益程度很大的衍生

证券。

### 3. 交易上市公司在境外发行的证券或衍生工具

市场上存在一定数量的两地或多地上市的公司,如“A+H”的上市公司。行为人不直接交易A股股票,而交易H股股票或上市公司在境外发行的权证、个股期权或期货等衍生品,同样可以达到内幕交易的效果。

### 4. “泛影子化”内幕交易

这是一种结合概念炒作和内幕交易的隐蔽的交易方式,即行为人不直接交易相关上市公司证券,而交易那些与上市公司同属一种概念范畴(如“锂电池概念”、“石墨烯概念”、“迪士尼概念”等)的其他上市公司的股票。由于市场上存在概念炒作的风气,一家上市公司(尤其是所谓龙头公司)的内幕信息不仅造成本公司股价的异动,而且也带动了本概念板块其他上市公司股价的异动。因此,“泛影子化”交易也可以隐蔽地为交易者带来灰色收益。

## (二) 境外对“影子化”内幕交易的处理

美国是对“证券”定义最为宽泛的国家,实践中的衍生证券种类也相当丰富,因此其立法很早就注意到内幕交易“影子化”的动向。1984年美国国会通过了《内幕交易制裁法》在《证券交易法》中增加了第20节(d),在一定程度上修补了关于衍生证券上的漏洞。第20节d规定内部人在交易有关某一基准证券(underlying security)或包括该证券的证券指数的卖出选择权(put)、买入选择权(call)、股票买卖选择权(straddle)、期权(option)、优先购股权(privilege)时要向交易基准证券一样,承担公开或者戒绝义务(disclose or abstain)。<sup>④</sup>另外,《证券交易法》第16节要求某些公司内部人报告其所持有的股权性证券(equity security)的受益所有权(beneficial ownership)及其变动情况,第16节(b)规定这些内部人在6个月内买卖公司股权性证券所得的收益归入公司所有。<sup>⑤</sup>

<sup>④</sup> 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第214~215页。

<sup>⑤</sup> 参见[美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路译,法律出版社2008年版,第491~492页。

欧盟关于内幕交易和市场操纵(市场滥用)的2003/6号指令也非常重视“影子证券”的问题,其在第1条第1款关于“内幕信息”的界定上就明确“内幕信息”是指任何明确的、尚未公开的、直接或间接的与一家或几家金融工具的发行商或者与意向或多项金融工具有关的信息。第1条第3款对“金融工具”做了更为详尽的解释,包括:1993年5月由EEC指令93/22规定的证券投资领域中对规定的证券领域提供投资服务的工具;集体投资所采用的基本单位;货币市场工具;金融期货合约,包括同等的现金支付工具;利率约定;利率、货币和期权;以本条所属的金融工具类型为基础的期权,包括同等的现金支付工具,尤其是现金和利息期权;商品衍生工具;其他在成员国中已经或将要被认可可以交易的产品。

1993年《刑事审判法》规制内幕交易的第五章规定,适用于该章的证券要同时符合两项条件:属于该法附件2所规定的证券:符合财政部所制定的命令中所规定的条件。符合上述两项条件的证券有以下七类:

#### 1. 股票(share)

指公司发行的股份(shares)和股额(stock),统称股票。财政部发布的命令要求,作为内幕交易对象的股票,必须是在欧洲经济区内正式上市或是在受管理的市场(a regulated market)交易或者报价的股票。对私人公司的股票,则不受该法的约束。对于其他6种证券,正式上市、交易或报价的要求,也同样适用。

#### 2. 债务证券(debt securities)

指公司或者各个机构发行的产生或者确认债务的金融工具,包括公司债券、债券证书、债券股额(loan stock)和存单(certificates of deposit),统称为债务证券。

#### 3. 权证(warrants)

以权证或其他形式赋予的认购股份或债务证券的任何权利。

#### 4. 存托凭证(deposit receipt)

指由特定证券的持有人或其他代理人发行的,承认他人对相关证券享有权利的证书或记录。这里所说的相关证券(relevant securities)指前面三种证券——股票、债务证券和权证。

### 5. 期权(option)

是指取得或处分其他六种证券的期权。

### 6. 期货(futures)

是根据合约取得或处分相关证券、但在将来确定的日期、以确定的价格交付的权利。相关证券指其他六种证券。

### 7. 差价合约(contract for differences)

根据合约规定不交证券、其目的或潜在目的是依靠与相关证券相联系的股票指数、相关证券的价格、存款利率波动而获得利润或避免损失的权利。

### (三)对“影子型”内幕交易的认定思路

我国“影子型”内幕交易的情况较为复杂,既有与境外类似的衍生证券内幕交易,还有具有中国特色的“A+H”和概念炒作型内幕交易,因此国外的经验只能给我们提供部分借鉴。

从境外的实践来看,实际上是以基准证券为主扩大内幕交易的适用范围,将权证、期权、期货等与基准证券相关的衍生品种纳入内幕交易规范的范围。我们认为,判断是否构成“影子化”内幕交易的关键在于基准证券和“影子证券”的关联度,如果二者在价格波动方面呈现强烈的正相关关系,并且有经得起推敲的逻辑体系,则构成内幕交易的可能性增大。

顺着这个逻辑思路,目前比较容易认定的是与基准证券价格相关度较高的衍生证券,如权证等。因为这些衍生品的的设计直接与正股价格绑定,二者具有一体化的联动关系,甚至于某些衍生品由于杠杆率和参与度的因素,其价格波动幅度远大于正股,行为人通过交易衍生品不仅能够逃避监管,而且还能获得比正股更高的收益。从内幕交易查处的公平性角度出发,既然对涉及正股的内幕交易要做查处,那么价格波动更大、获益程度更高的衍生证券更应受到处罚。

此外,从事与并购交易相关的“影子证券”内幕交易也存在查处的正当逻辑。一项复杂的并购交易涉及多个主体,不仅包括并购方、被并购方,还包括并购资金提供方、现金选择权提供方、并购主体的关联方等,它们均可能从并购交易中获益并在股价上得到体现。因此,内幕交易的查处不能仅关注于并购直接当事方的股票,而应延伸至与并购交

易相关的其他关联证券上。判断的具体标准应视并购交易对其股价是否产生《证券法》第 67 条所规定的“较大影响”,如果有较大影响,并符合内幕信息的其他要件,则该并购信息对该证券而言也属内幕信息,利用该信息从事交易也属于内幕交易;如果该信息虽对并购直接关联方有重大影响,但对某些并购间接关联方(如银行作为并购资金提供者的情况)的股价实际影响并不大,可视该信息并未具备内幕信息的“重大性”特征。

境外上市的“影子”证券内幕交易,如内幕交易者不直接购买境内上市的 A 股,而购买境外上市的 H 股等,实际上涉及执法权限和执法协作的问题。这一问题存在广泛的争议,虽然发行股票的公司为中国公司,但交易 H 股的却是香港的投资者,单纯在 H 股上从事内幕交易,损害的也是香港的投资者和香港的证券交易秩序,因此有观点认为,内地的证券监管机构不宜主动发起此类案件的调查,稳妥的途径是通过执法合作将线索通报给香港执法当局,由其依权限发起相关调查。此外,就执法成本而言,此类跨市场执法成本很高,且未必能取得境外监管机构的支持,效果未必理想,即使是成功取得实质性证据,如何对当事方作出处罚及执行处罚亦是棘手问题。因此,从执法经济的角度出发,我国现阶段还不具备查处境外“影子化”内幕交易的条件。

至于更为复杂的“泛影子化”即同题材概念性内幕交易,则面临很大的查处困境。因为现行的内幕交易是一个针对确定的上市公司相关证券的规制范畴,内幕信息本身就必须满足“确定性”和针对特定上市公司的股价影响性要求,由内幕信息所衍生出的其他具有类似题材的上市公司证券的操作,实际上带有很大的主观臆想性。例如,一家上市公司涉及锂电池产业链的并购事宜,可能会带动整个锂电池概念股的活跃,但内幕信息本身却和锂电池概念板块的其他上市公司并无关联,由此很难认定内幕信息与交易结果的逻辑关联。更重要的是,这种板块概念的炒作,带有很大的不确定性,甚至归属于哪个概念板块,也带有一定的偶然性,更多的是市场力量推波助澜的结果,知悉内幕信息的操作者是否能最终从中获益,也面临很大的不确定性,如果将监管注意力过多集中于此,可能会导致投入力量与查处绩效的不匹配。当然,“影子化”概念性的炒作还可能涉及市场操纵、虚假陈述等其他证券违

法行为,但这不属于典型内幕交易的规制范围。

### 三、正反向混合操作型内幕交易的认定

内幕人员知悉公司重大利好,旋即重仓买入,坐等获利,这是内幕交易的理想模式。在实践中,行为人从事内幕交易往往并非一次完成,而可能是分数次进行,甚至在内幕信息产生之前就持有相关证券,在整个交易进行过程中,其交易方向也是双向的,既有买入行为,也有卖出行为。此时,以传统认定内幕交易的模式来判断这种特殊的内幕交易,就会出现逻辑上难以自圆其说的问题。

#### (一) 单纯的反向操作

众所周知,内幕交易是依据内幕信息而进行的交易,而内幕信息必须满足重大性要求,即对股价必须有直接的影响或影响投资者的决策判断。客观上说,内幕信息对股价的影响只可能是单向的影响(即“利好”或“利空”),如果是“利平”信息则可能不符合重大性要求。因此,一般交易者在获得“利好”信息后会选择买入,获得“利空”信息后会选择卖出。

但实践中也会遇到一些特殊的案例,一些主体选择了与内幕信息性质相反的方向进行操作。对此如何处理,有两种观点:一种观点认为,严格按照《证券法》相关条文的规定,知情人在内幕信息公开前,无论买入还是卖出,均构成内幕交易;另一种观点认为,法律对内幕交易行为进行规制的目的,在于制止知情人利用信息优势参与市场交易,因此,内幕交易行为人的交易行为应当与信息具有正相关性,即知悉利好而买入,或知悉利空而卖出,反向的操作不应被纳入内幕交易法律打击的范围。

我们认为,这个问题不完全是法律条文理解的问题,还涉及执法尺度的宽严以及对信息的市场反应问题。执法者从事后判断案件,总希望对内幕信息本身加以定性(利好或利空),那么利好或利空的判断标准又是什么?是对股价的正向或反向影响吗?那么,又怎么理解很多“看上去很美”的消息公布后却股价暴跌?分析师众口一词唱好的许

多并购重组消息,为何二级市场并不买账?因此,信息的利好或利空虽然大多数情况下是泾渭分明的,但也可能有少数信息,股价走向并不能得出确定的反馈。因此,所谓的“反向操作”很可能只是执法者理解的反向操作,却是违法者笃信的“正向操作”。

还有一种可能的情形,是行为人对信息性质的理解出现“与众不同”的偏差,误将“利好”作“利空”或误认“利空”为“利好”,那么则属于上文提到的“对象性质认识的错误”,虽然交易结果与其主观预想的不一致,但并不能减除其行为的可责性。

因此,某种程度上,这个问题是个证明与辩解的问题:如果行为人是法定内幕人员,知悉内幕信息,其他的证据确凿充分,不能仅仅因为是反向操作就免除其内幕交易的责任;但如果证明行为人构成内幕交易的其他证据并不充分,那么反向操作就可能成为当事人较为有力的抗辩。其性质与内幕交易结果亏损颇为类似,正向或反向操作本身并不是内幕交易构成的实质性要件,它只是联结内幕信息与内幕交易的一个技术环节,这个技术环节可以为执法者所用(正向推理),也可以为违法者所用(反向抗辩),仅有反向操作行为本身不能决定内幕交易的构成与否。

## (二)正反向混合操作

据我们上文的分析,“反向操作”最大的法律价值就在于其是否能构成内幕交易“利用内幕信息”的抗辩,“正反向混合操作”也具有类似抗辩价值。但其抗辩价值远不如纯粹的“反向操作”,应该在实践中严格把握,理由如下:

首先,正反向操作不可能是等量齐观的,行为人不可能同时用50万元买入,再卖出50万元等额证券,如果是这种情况,则属于无意义的对冲操作。在一段时期内,行为人买卖总有一个相对的主要方向,这对判断其是否构成内幕交易的抗辩意义重大。如果行为人在利好内幕信息敏感期内以买入为主,间或有卖出行为,则行为人的“正反向操作”不能作为有效的抗辩,此时从证据优势角度理解,偶尔为之的卖出行为应理解为对内幕交易传统构成要件的“有意扰乱”,不能改变其行为内幕交易的本质。只有在以“反向操作”为主的情况下,才具有类似“单纯反向操作”的抗辩意义。

其次,正反向操作也可能只是个交易习惯问题。众所周知,频繁换手是中国个人投资者的一个显著特点。据近年的统计,中国资本市场年人均股票换手率达300%~500%,对于个人投资者而言,买卖混杂是不少人固有的投资手法:短线投资者崇尚“昨买今卖”,有些投资者喜欢在建仓过程中分批了结获利筹码,此外,有些投资者还有“分批买入,分批卖出”、“三三制”、“金字塔交易法”等程式化的买卖混杂的交易习惯。因此,单纯的正反向操作现象本身并没有证明价值,还必须与投资者的交易习惯结合起来分析。如果投资者日常交易方向、频度与换手率与其在内幕交易期间的交易特征基本一致,则正反向操作本身就是其日常交易习惯的延续,没有是否构成内幕交易的证明价值。

再次,正反向操作还与操作者的其他特质有关。例如,之前是否持有相关股票,如果行为人在内幕信息敏感期前已通过正常投资途径持有相关证券,则在内幕交易敏感期内遇到股价上涨,分期分批地抛售持仓股票,也是常情,不能构成内幕交易的有效抗辩。

最后,即使在肯定“正反向操作”具有辩解意义的情况下,也应作严格审慎的理解。因为“正反向操作”是一个非常容易模仿的操作行为,如果将其作为一般通常的抗辩予以肯定,则可能导致内幕交易者的刻意模仿,这种模仿行为本身不会增加内幕交易者的成本,却会使类似案件的查证陷入被动。

#### 四、《证券法》相关规范的修订建议

##### (一)“证券”定义条款的修订

“证券”定义即《证券法》的调整对象问题,一直是《证券法》修订的重大争议问题。这个争议,不仅是因为各类证券本身是否适合纳入证券法规范存在争议,还涉及各类不同证券的管理体制争议。从1998~2006年《证券法》的修订历程看,除了股票、公司债券纳入证券法调整不存在争议外,其他证券如企业债券、政府债券、证券衍生品种是否直接适用《证券法》都存在不同程度的争议。

“证券”定义的模糊状况严重影响了涉及多元化证券品种违法违规



的查处,如内幕交易的“影子化”和跨市场跨品种的市场操纵等。以“影子化”内幕交易为例,如果衍生品也纳入证券法调整范围,那么无论内幕交易行为人交易的是股票本身,还是股票的衍生品,都可以直接适用《证券法》关于内幕交易的规定进行处理,“影子化”问题便可迎刃而解。某种意义上,“影子化”内幕交易等涉及多券种的违法问题实际上是违法者利用《证券法》对“证券”的模糊定义而进行的一种规避行为。

从境外的立法经验看,大多将“证券”范畴规定得宽泛严密,以便于实践中的统一监管和协调查处。我国将多种证券品种分开规定的方式使“证券法”成为单一的“股票法”,助长了违法行为的“影子化”和“跨市场化”。实际上,这个所谓“影子”正是《证券法》的狭窄规定所制造出来的。因此,从根本上解决“影子化”等监管难题,还有赖于《证券法》对证券的重新界定。当然,查处违法行为只是影响这一问题的一个变量,还需要立法者通盘考量证券市场的发展、监管和管理体制等现实情况,才能作出科学的修订。

近期可以考虑在衍生品种问题上作出一定突破。上轮《证券法》修订,之所以对衍生品另起炉灶作出规范,是因为在全国人大审议过程中,有些常委委员、部门和单位提出,证券衍生品种尚处于萌芽阶段,随着证券市场发展将会不断增加,且其在发行、交易及信息披露等方面有特殊性,有必要对证券衍生品种的发行与交易作出专门规范,在当年缺乏实践经验的情况下,宜授权国务院依照证券法的原则另行制定管理办法。但五年多来,证券衍生品市场的发展状况已今非昔比,权证、股指期货等产品均先后在资本市场推出,个股期权、期货也正在研究中,将证券衍生品种纳入《证券法》调整的时机逐渐成熟。至于衍生品在发行、交易、信息披露上的特殊性,可以用“另行适用其他规范”的立法技术加以解决,没有必要因噎废食,因为技术原因将本该纳入《证券法》范围的衍生品种长期排斥在外。

证券法调整对象修订对照表

1998年 证券法	证券法 2003年8月稿	证券法 2005年一审稿	2006年 证券法
<p>第二条 在中国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法。本法未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。政府债券的发行和交易,由法律、行政法规另行规定。</p>	<p>第二条 在中国境内,股票、公司债券和国务院证券监督管理机构依法认定的其他有关交易品种的发行和交易,适用本法。本法未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金的上市交易,适用本法。</p>	<p>第二条 在中国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券、证券衍生品种的发行和交易,适用本法。本法未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金的上市交易,适用本法。</p>	<p>第二条 在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。</p>

注:黑体字为相对于1998年证券法原文的修订部分。

## (二)从“内幕人”到“知情人”

近年监管层对内幕人员采取“知情人登记”制度、加大监管和打击力度后,内幕交易主体逐渐有多层次、多极化传递的趋势,即从传统内幕人员扩散至非内幕人员的趋势,并造成了执法实践中的困扰。在“广发证券借壳延边公路内幕交易”、“杭萧钢构重大订单内幕交易”、“中关村借壳上市内幕交易”等诸多案件中,都涉及如何界定“内幕人”与“知情

人”的问题。<sup>⑥</sup>

实际上,从《证券法》第74条关于“内幕信息知情人”的具体范围看,《证券法》规定的“内幕信息知情人”并不是从主体“知情”角度作的规定,而是从人员所处“内幕”地位作的界定。而《证券法》第76条“非法获取内幕信息的人”一般认为指以窃取、威逼或利诱等非法手段得到内幕信息的人。那么,在二者之间实际上存在一个“灰色地带”,即既非内幕人员,也不是非法获取内幕信息的人员,而是正当获取内幕信息的其他人员。对于此类人员如何定性,在现行法律中找不到相应的依据,因而造成了上述的困扰。

从国外内幕交易的法制演进上看,“内幕人”(insider)概念对应的是公司领域的“受托义务”(fiduciary duty),而“知情人”(person possessing inside information)概念对应的是更为广泛的规范市场竞争秩序的“信息公平理念”(parity of information)。在欧美各国的内幕交易立法与实践中,“知情人”概念已逐渐取代了传统的“内幕人”概念,对于“知情人”,也不再仅仅局限于追究信息泄露者(tipper),信息受领者(tippee)也须承担一定的法律责任。<sup>⑦</sup>

故此,我国的证券立法也应根据实践中违规演化的动态和国际法制发展的趋势,对内幕交易主体规范作出相应修正。我们提出的修订要点为:将《证券法》中关于内幕交易主体的界定统一用“知情人”取代;将《证券法》第73条“内幕信息知情人”正本清源地规定为“内幕人”;淡化“非法获取”的概念,将《证券法》第76条“非法获取内幕信息的人”扩大规定为“以其他手段获取内幕信息的人”或“从内幕人中获取内幕信息的人”。

---

<sup>⑥</sup> 2009年1月9日,广州市天河区法院审结的“延边公路”案件,原广发证券董事长董正青之弟董德伟、董正青同学赵书亚是否为《证券法》第73条规定的“非法获取内幕信息的人”存在较大争议;2008年4月,浙江省丽水市法院审结的“杭萧钢构”案件,对杭萧钢构前职员陈玉兴和二手信息接受者王向东的主体定性问题也存有疑问;2010年8月30日,北京市高级人民法院审结的“中关村”案件,并没有对从中关村董事长处得知内幕信息并进行交易的相怀珠夫妇进行刑事追责,因为司法机关认为其既不是“内幕信息知情人”,也不是“非法获取内幕信息的人”。

<sup>⑦</sup> Mathias M. Siems, *the EU Market Abuse Directive: A Case - Based Analysis*, 2 *Law and Financial Market Review* (2008).

关于《证券法》第76条的两个修订方案,实际上代表了关于“内幕信息传递与受领”规制的两条不同路径:以欧盟为代表的立法,将知情人分为“主要知情人”(primary)和“次要知情人”(secondary),对于次要知情人没有获取信息手数的限制,其多次辗转获取内幕信息的人从事交易也须承担内幕交易的法律责任;以我国台湾地区为代表的“立法”,将知情人分为“传统内部人”、“临时性内部人”和“消息受领人”三类,其中传统内部人主要为公司内部人,包括董事、监事、经理和大股东,临时性内部人为因职业或职务关系获取内幕信息的人,而消息受领者通常只包括从前二者直接获取内幕信息的二手信息接受者。上述两条修改方案,“以其他手段获取内幕信息的人”类似欧盟立法,追究的主体范围和层次较为宽泛;“从内幕人中获取内幕信息的人”类似于台湾“立法”,追究的主体仅限于从内幕人处获取内幕信息的直接后手,打击范围较为狭窄。

### (三)引入法定抗辩条款

由于法律并未赋予当事人明确的抗辩权,更未列举相应的抗辩事由,因此,在执法实践中,对当事人所提出的形形色色的抗辩,既没有证明力法定渊源的清晰规定,也没有主次轻重的具体把握,监管机构承担了“无限”的反驳责任,费心劳力地去证明许多本不属于抗辩内容的“狡辩”,如不成比例的正反向操作(遇利好少量卖出,大量买入)、“错误操作”(潘海深案<sup>⑧</sup>),或者是“自己根据技术图像独立研究的结果”(邓军、曲丽案<sup>⑨</sup>),或者是属于“非常巧合”、“出于自己独立判断”(瞿湘案<sup>⑩</sup>)等。这种一般辩解“泛抗辩化”的态势分散了执法注意力,造成执法效率的降低,而且也不利于当事人从法律逻辑角度有效地维护自身的权益,因此,借鉴境外有益经验,引入法定抗辩制度,是内幕交易法律规范完善的重要一环。

从境外立法经验看,证券法并不规定所有可能的辩解事由,而只拣选违法阻却性最显著、经实践检验较为可信或得到证券监管机构豁免及

<sup>⑧</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书(潘海深)》([2008]12号)。

<sup>⑨</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书(邓军、曲丽)》([2008]46号)。

<sup>⑩</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书(瞿湘)》([2008]49号)。

许可的辩解事由。因此,可以将抗辩事由分为法定抗辩和非法定抗辩两类,在美国,还将法定抗辩分为一般抗辩和特殊抗辩,其中特殊抗辩专指那些因业务自身特质得到监管机构豁免的行为。借鉴境外的立法经验,目前宜纳入我国法定抗辩的内容有:

1. 公共利益及执行法律的抗辩。例如,特定机构(如承销商、社保基金)稳定市场的行为;执行法律或政令的行为;以及履行公共管理或投资者保护职能出于公益目的在市场上的交易行为等。

2. 特定机构特定业务的抗辩。例如,做市商报价及交易行为;并购方与并购目的有关的证券交易;证券经纪商的代理买卖行为等。

3. 执行事先已存在的交易计划。例如,与上市公司股权激励计划有关的证券交易;行使合约计划的认购权;信托人、清盘人、破产管理人履行计划的买卖行为;其他事先计划或安排好的交易行为。

但是,为了避免当事人事后设置合约或计划,避开法律规制,对此类抗辩需严格审查,并设定若干条件:(1)主观的善意,即在不知悉内幕信息的情况下事先签署或布置有具有约束力的书面计划或安排;(2)详尽的计划,即在相关文件中明确表示特定交易的数量、价格、交易日期,或者是有一个可信的计算公式;(3)严密的执行,即在实际交易的过程中,交易的操作者必须严格按照事先设定的规则执行交易计划。

4. 与内幕交易构成有关的抗辩。例如,内幕信息已公开;未利用内幕信息;不知悉也不应知悉所获信息为内幕信息等。

除上述四大类法定抗辩外,其余林林总总的辩护理由均只能作为一般辩解。区分法定抗辩和一般辩解的意义在于:对于法定抗辩,当事人若能充分确实地证明抗辩事由成立,则可有效阻却内幕交易的违法性,不追究内幕交易的违法责任;对于一般辩解,如前文提到的“正反向操作”、“巧合”、“误解”、“自行研究判断”,即使当事人确能证明,也不必然免责,必须结合内幕交易构成的其他证据综合判断。