

内幕交易中“依据已披露信息交易”的 辩审冲突及其纾解

张 曦*

摘要:内幕交易案件中“依据已披露信息交易”的辩审冲突源于“未公开性”认定的不同理解。当前实践固守“形式公开”标准,虽能维持裁判结论统一,却不易回应信息相对公开的抗辩。通过规范目的的解释可知,内幕交易违法的规制核心在于消除信息不对称与市场不公平竞争。“未公开性”应以市场公平理论为基点,明确信息相对公开不改变未公开属性,同时重点考察行为人对信息性质的认知。此外还应进一步实现对正当交易与违法利用行为的有效区分。

关键词:内幕交易 内幕信息 未公开性 主观要件

内幕交易是最为常见的证券违法犯罪行为。有实证研究显示,为适应证券资本市场的不断发展,我国司法、行政机关对内幕交易行为的打击力度在所有法域中长期居于最高位,司法需求也不断推动着立法

* 厦门大学法学院博士研究生。

规定的日臻完善。^{〔1〕}但是,鉴于案件基数的庞大与市场交易事实的复杂性,如何准确认定内幕交易违法在实践中仍存不小争论。从本质上来看,内幕交易的违法性源于特定主体对内幕信息的非法获取和利用,相关行为界定之关键自然率先聚焦于案涉信息是否构成“内幕信息”之上。特别是在信息传播日益多元的当代市场环境下,个案中的内幕信息往往在交易行为发生之前便处于某种“相对公开”的状态,即该等公开虽未满足法定形式,但市场主体却能够通过非秘密渠道获取,此种信息是否仍属于“未公开”的内幕信息?利用“相对公开”途径获悉的信息进行交易的,是否构成内幕交易违法?伴随上述疑问,在近年来的证券行政处罚实践中,“依据已披露信息交易”的抗辩事由被违法行为人频繁援引,但认定标准却含糊不清,使得此类问题经常成为控辩双方针锋相对、法律适用难以回避的争议焦点。有鉴于此,本文将以内幕信息“相对公开”为给定场景,对“依据已披露信息交易”抗辩的认定标准及其内在构造加以探讨。

一、“依据已披露信息交易”的辩审冲突与适用疑难

在数字媒介迅速变革的当今时代,许多信息在经法定渠道公开之前便可能因其他方式传播而被公众知晓。此种“事实公开”状态因而经常被作为“依据已披露信息交易”的抗辩理由,案件中的行为人甚至可能在内幕交易行为发生之后再行搜集内幕信息已经被公开过的证据发起抗辩,由此带来的辩审冲突也在晚近实践中变得越发突出,而其具体的认定标准却至今难以确知。^{〔2〕}

(一) 行政裁量过程中对争议焦点的淡化

根据《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

〔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》,载《法学评论》2023年第6期。

〔2〕 参见范林波:《内幕交易认定疑难问题实证研究——以证监会2000~2023年前三季度行政处罚决定为视角》,载蔡建春、苑多然、王红主编:《证券法苑》(第40卷),法律出版社2024年版。

信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(以下简称《内幕交易案件解释》)第4条规定,收购、按照事先计划进行交易、依据已被他人披露信息进行交易及其他正当理由或正当信息来源等四项理由可以成为行为人不成立内幕交易罪的有效抗辩。可见,“依据已被他人披露信息进行交易”是法定的刑事抗辩事由。鉴于内幕交易行为行政违法与刑事犯罪在构成要件上一脉相承,这一抗辩事由也在行政处罚案件中被行为人频繁援用。有研究对现存行政处罚案例进行梳理,在研究涵盖的382个内幕交易行政处罚案件中,有39个案件共计46人次提出“依据公开信息进行交易”的抗辩,援引频率极高。

一般而言,面对行为人提出的该等抗辩,处罚机构通常将以以下理由予以反驳:其一,所依据的公开信息之外不存在独立的内幕信息;其二,交易行为与行为人所声称依据的公开信息不具有关联性;其三,交易时间在有可能接触内幕信息之后和内幕信息公开之前;其四,信息来源不权威、没有较高可信度。^{〔3〕}

这意味着,当行为人提出相应的抗辩理由时,现有处罚决定对案涉信息的“非公开性”问题采取了回避态度。一方面,行为人所提出的是“依据已被他人披露消息交易”的抗辩,首先应当对案涉信息是否构成内幕信息进行实体法审查,而不是直接转向对行为人是否“利用”了该信息交易的证据法审查,因此所谓“交易关联性”问题并未直击要害。另一方面,既然行为人构成了内幕交易,案涉信息就必然与市场价格波动相关,再以“信息真实性”存疑为由进行否定也存在自相矛盾之嫌。由此可见,上述反驳理由绕开了控辩双方的论证焦点,也在一定程度上反映出对内幕信息“未公开性”问题的定性焦虑。

（二）处罚结论趋同但说理并不充分

在一些案件中,虽然偶有对内幕信息“未公开性”问题的片段性论证,但说理并不充分,难以有效疏解对抗两造的激烈争议。例如,在“买某某内幕交易”行政违法案件中,行为人在易成新能公司酝酿重大资产重组事项期间的股票停牌前一个交易日全仓买入该公司股票,并证实

〔3〕 参见齐萌、刘博：《内幕交易抗辩事由：实证分析与法律规制》，载《财经法学》2022年第2期。

敏感期内与内幕消息知情人存在多次密切联络,监管机关认定其构成内幕交易违法。行为人辩称,中国平煤神马集团已于2018年8月的年中工作会中明确提出“推进易成新能与开封炭素的资产重组”,《每日经济新闻》也于同月8日报道了易成新能与开封炭素资产重组的预测分析,并被新浪财经、东方财富网等网站转载。因此,“本案内幕信息已是一定范围的公开消息,不具备内幕信息的未公开性”。中国证监会在处罚决定书中指出,“内幕信息的公开,是指内幕信息在国务院证券、期货监督管理机构指定的报刊、网站等媒体披露。故中国平煤神马集团工作会议及媒体对重组意向的预测分析报道,均不属于内幕信息的公开”,并以此认定行为人抗辩不能成立。^{〔4〕}在涉刑案件中,类似情形同样不在少数。譬如在2025年最高检发布的指导性案例“蒋某某内幕交易案”中,辩护人指出,行为人所利用的内幕信息在交易前已经被上海清算所、中国货币网公开披露,因此丧失了“未公开性”。检法机关则认为,上述公开渠道不符合证券法对信息披露平台的形式规定,因此不构成信息公开。^{〔5〕}

审视以上案例可以发现,针对行为人提出的“依据已被他人披露信息交易”的抗辩,实践中虽形成了较为稳定的法律适用逻辑,但无法对裁判标准进行原因性释明,致使相关结论根基并不稳固:其一,将“依据他人披露信息交易”的抗辩单一定性为对内幕信息“未公开性”的抗辩。其二,以“形式公开”标准驳回该等抗辩,径直认定行为人构成内幕交易违法。以上判断方式虽简单明确,但明显绕过了为何驳回抗辩的说理性论证,形成了控辩双方自说自话,一辩一答文不对题的尴尬局面。有数据显示,实践中大量案件涉及的内幕信息在案发前均经过了不同程度的实际披露,而行为人就此提出的抗辩极难获得处罚决定或判决的支持。^{〔6〕}人们不禁要问,裁决做出机关对内幕信息的“未公开性”认定一再罔顾信息的客观公开事实,其正当理由究竟为何?倘若行为人确实是从公开渠道获取了内幕信息,一律认定为内幕交易违法是否存在视角缺失的问题?

〔4〕 参见中国证监会行政处罚决定书〔2020〕75号,2020年9月30日。

〔5〕 参见《最高检发布第五十五批指导性案例》,载最高人民法院官网,https://www.spp.gov.cn/xwfbh/wsfbh/202502/t20250221_684815.shtml,2025年4月26日访问。

〔6〕 参见吕晖、肖伟:《关于内幕信息公开标准的探讨》,载《证券市场导报》2013年第5期。

（三）处罚决定说理不足的内在原因

从内容上来看,“依据他人已披露信息进行交易”是一个系统性抗辩,并非仅仅针对信息的“未公开性”要件。而当前实践仅将相关问题局限于内幕信息“未公开性”认定一隅,自难形成逻辑自洽的说理回应。对于行为人而言,倘若任何一个抗辩理由成立,就应当排除违法。但对处罚机关而言,若要得出违法结论,则必须从正面论证行为人符合内幕交易违法的所有构成要件,再从反面否定行为人的一切抗辩。故此正确的做法应当是,首先判断案涉信息是否构成规范意义上的“内幕信息”。如果得出肯定结论,再进一步判断行为人的行为是否构成内幕交易违法。

本文进而认为,“依据已被他人披露信息交易”能否作为豁免理由应当包含以下三个层次的判断:第一,“信息已被他人披露”的客观事实是否阻却违法,即非法定形式的“相对公开”是否影响“内幕信息”的“未公开性”;第二,行为人是否明知是“内幕消息”而加以利用。换言之,即便信息应当认定为内幕信息,由于行为人获悉途径相对公开导致其对信息的性质产生错误认识,是否可能阻却违法;第三,行为人是否“利用”了上述信息进行交易,如何证明交易行为与内幕信息获取之间的关联性。其中,第一、第二个问题属于偏向实体法的问题,第三个问题则属于偏向证据法的问题。三个问题层层递进,共同构成了“依据已披露信息交易”抗辩的规范内容。

然而,从现存处罚的论理内容来看,监管机构往往将问题视角局限于第一个问题之上,具体表现为:其一,在“信息”是否属于内幕信息的事实判断上,仅根据“形式公开”标准得出信息的“未公开性”结论,但无法消解否定结论与“公开事实”之间的矛盾;其二,在交易行为是否构成违法的价值判断上,只要在形式上确认了信息的“未公开”状态,就一律认定为违法,存在严格责任之嫌疑,结论有违正义直觉。

二、“相对公开”事实不影响内幕信息“未公开性”判断

若要判断“依据已被他人披露信息进行交易”的抗辩是否成立,首

先必须直面第一个层次的问题,即案涉信息通过非法定路径“被他人披露”,是否影响“未公开性”成立。

(一) 现行标准:结论稳定明确但实质理由匮乏

仅就“信息已被他人披露”是否影响“未公开性”要件的问题,现行标准未能给出令人满意的回答。一般认为,内幕信息以“重大性”与“未公开性”(或“秘密性”)为其核心要件。由于“重大性”的判断可以通过信息对投资决策及股票价格的客观影响进行认定,因而相对简明,但“未公开性”要件的尺度如何把握往往成为问题。对于该等判断,理论上存在“形式公开说”与“实质公开说”两种标准,但不论采取何种标准,皆难有效应对本文的给定场景。

首先来看“形式公开说”,这也是被实践明确承认并广泛采取的定性方法。该说认为,证券内幕信息必须依据法律规定的形式予以公开,否则即便通过其他渠道可以使市场普遍知悉也不能构成公开。^{〔7〕}申言之,内幕信息的公开形式必须符合《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第86条、《上市公司信息披露管理办法》第8条的法定要求,在证券交易所的网站和符合中国证监会规定条件的媒体发布,同时将其置备于上市公司住所、证券交易所,供社会公众查阅,否则便仍然属于内幕信息。《内幕交易案件解释》第5条第4款同样规定,内幕信息的公开,是指内幕信息在国务院证券、期货监督管理机构指定的报刊、网站等媒体披露。涉案信息若未经以上途径披露,则仍应肯定其“未公开性”。“形式公开说”因具有明确性优势而被我国、日本、韩国等国采纳。^{〔8〕}显而易见的是,该说并非遵循“非秘密即视为公开”的字面逻辑,而是“非法定公开即视为秘密”的法定逻辑。但是,“一刀切”式的认定标准在本文给定的场景下难免显得解释力不足。作为一种规范判断,该说并未阐明其形式标准的实质根据。换言之,为什么内幕信息的公开必须通过“国务院证券、期货监督管理机构指定的报刊、网站等媒体披露”?既然“非公开

〔7〕 参见肖伟:《从光大乌龙指案看〈证券法〉有关内幕信息公开的条文修改》,载《证券法律评论》2017年卷。

〔8〕 例如日本《金融商品交易法实施条例》第30条规定:内幕信息的具体公开方式包括指定的新闻媒体报道公开、向金融商品交易所通知有关重要事实并由交易所向公众提供阅览两种方式。

性”要件着眼于内幕信息的公开与否,“形式公开说”就必须回答非以法定形式的“事实性公开”为何不属于公开的问题,否则将存有闭目塞听之嫌。

再来看“实质公开说”。与“形式公开说”相比,此种学说着重关注对市场主体实际知悉程度的审查,并不拘泥于信息公开的具体形式。对比域外实践来看,针对信息是否公开的“实质”界定存在以下两种推导路径:其一,“普遍获得”标准,即通过信息的传播与披露能否被一般受众所感知并捕获而确定是否公开。^[9]其二,“实际消化”标准,即若信息的公开同时满足广泛披露与市场消化两重效果,则应当认定为公开。由此可见,不论是从能力维度考量受众的信息可得性,抑或从时间维度分析公众对信息的消化情况,都昭示出“实质公开说”也不依循“非秘密即公开”的字面逻辑,而是建构于公开应然事实之上,再进一步叠加“市场充分消化”的实质性条件。从理论功能上来看,“实质公开说”的本意在于缝合内幕信息在大范围的“形式公开”之后,市场主体“充分消化”之前的“时间差”,填补单一采取“形式公开说”形成的处罚漏洞。^[10]在本文探讨的“相对公开”情境中,若“形式公开说”已能认定相对公开信息具有“未公开性”,门槛更高的“实质公开说”自然更应得出肯定结论。然而,信息的“事实公开状态”与“未公开性”论断仍存在冲突,不能通过“实质公开说”中的“实质”标准直面化解。以行为人的视角来看,既然信息可以通过公开的渠道获得,就至少与“内幕信息”的字面含义存在矛盾。换言之,所谓实质标准为什么没有采取“非秘密即公开”的字面逻辑,而遵循了“市场充分消化”的规范逻辑。

可以发现,“形式公开说”与“实质公开说”虽然均对内幕信息之界定提供了标准,但始终囿于“是否”而非“应否”的事实判断,不能提供充足的理论支撑。需要进一步说明的是,本文就两种学说展开的对比研究,并非为了阐述二者的优劣抉择,而是意欲揭示现行学说在“相对公开”情境中面临的困境。两种学说虽皆对“内幕信息”如何界定提出了各自的判断标准,但并未阐明“内幕信息”这一核心概念。“公开不符合

[9] See FCA Handbook, *MAR 1 The Code of Market Conduct*, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/2.html>, visited May 16th, 2025.

[10] 参见姚建龙、郅培植:《内幕交易、泄露内幕信息罪司法疑难问题研究》,载《福建警察学院学报》2017年第1期。

形式要件即秘密”的司法立场何以否定“非秘密即公开”的行为人立场,难以通过机械的认定标准给出答案。如果不能在更高的维度上找到统摄矛盾的共同根据,随之而来的困惑就会一直动摇解释结论的稳定性。而学说观点的理据匮乏,又使裁判者始终将相关问题的焦点深陷信息“未公开性”判断之上,既难以脱身又一时找不到逻辑自洽的解决方案。

(二) 目的解释:以“市场公平理论”释明“未公开性”的认定标准

虽然不论采取“形式公开”还是“实质公开”标准,皆能得出信息仍然具备“未公开性”之结论,但问题的焦点在于,如何化解“内幕信息”与“外部获得”之间的直观对立。由上文可知,当前学说在此问题上显得捉襟见肘。这是由于,法律并非以描述为任务的自然科学,一切立法与司法活动都是一个目的活动。^[11] 然而,法律判决并非圆满地包含在规范之中。在进行演绎推理三段论之前,必须先对法条背后蕴含的目的加以观察和确定,否则便无法确立适用法条的逻辑起点。因此,在法学方法中,主要不是形式逻辑的方法,而是一种目的论方法,一种实定法之上的超验逻辑。^[12] 这意味着,如何理解法条规范中的“内幕信息”,重点不在如何理解“内幕”的字面含义,而在于法律规制内幕交易的规范目的为何。

在内幕交易、泄露内幕信息行为的处罚根据上,存在“信义义务理论”与“市场公平理论”两种观点。前者认为内幕交易行为违反了特定主体对公司及其股东的忠实义务,侵害了公司及股东的信赖利益,因此内幕交易的行为主体是负有信义义务的特殊主体;后者认为内幕交易行为违反了公平交易原则,侵害了其他市场主体的平等投资机会,任何人只要利用内幕信息进行交易都有可能构成违法。可见,采取以上何种理论将影响内幕交易违法主体的范围划定。^[13] 从我国《证券法》《中华人

[11] 参见[德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第152页。

[12] 参见[德]亚图·考夫曼:《类推与“事物本质”——兼论类型理论》,吴从周译,学林文化事业有限公司1999年版,第39页。

[13] 例如在首次确认“市场公平理论”的 *In re Cady, Roberts & Co.* 案中,美国证券交易委员会认为任何拥有重大内幕信息的人都需要公开披露该信息,否则必须通过戒绝交易的方式保障其他市场主体的公平交易权利(See *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 SEC 907)。而在 *Chiarella v. United States* 一案中,美国联邦法院认为实施内幕交易的行为人并非目标公司员工,与公司之间不存在信义关系,处罚其行为不符合证券交易法的规范目标(*Chiarella v. United States*, 445 U.S.222)。

民共和国刑法》(以下简称《刑法》)及相关司法解释的立法发展来看,内幕交易的违法犯罪主体并不限于内幕信息知情人,同时包含了“非法获取内幕信息”的人。因此学界大部分观点认为,我国法律规制内幕交易的立法目的是禁止交易者利用信息不对称进行交易,应当以“市场公平理论”作为内幕交易违法的理论基础。^[14] 首先可以确定的是,“市场公平理论”更加契合我国立法对内幕交易行为主体的规制范围,更好地解释了知情人以外的其他人内幕交易行为的应受处罚性。更为关键的是,“市场公平理论”可以更为深刻地揭示内幕交易行为的违法性实质,从而弥补“信义义务理论”解释力不足的缺陷。

“市场公平理论”的经济学基础是“有效市场假说”。申言之,理想的证券交易市场是一个绝对有效的市场。此种有效性体现在所有的信息已经被反映在价格波动上,没有任何方法能帮助投资者获得超额利润。相反,在一个“非有效”或是“半有效”市场中,就仍存在一些尚未被消除的盈利机会,这些盈利机会以尚未被充分消化的重要信息为表现。市场中被称为“聪明钱”的投资者就会利用这些信息获得收益。^[15] 当前,世界各国证券市场几乎都处于半强势有效市场阶段。^[16] 投资者均有机会利用内幕信息获得利益,因此内幕交易行为也被各国所普遍禁止。从“市场公平理论”出发,可以充分阐释“内幕信息”的实质含义,以此作为信息“未公开性”界定的逻辑起点。

(三) 稳定结论:“信息已被他人披露”不影响“未公开性”成立

若要坚持公平交易原则,即应消除市场信息的非对称传播,将内幕消息最大限度地予以披露,从而促进“公平交易”。由此观之,内幕信息当然应当具备两个基本要件。其一,只有足以造成市场价格波动的信息才能产生不公平的盈利机会,此为内幕信息的“重大性”特征;其二,只有在前述

[14] 参见张淑芬、左坚卫:《新〈证券法〉下证券内幕交易主体的立法重构》,载《云南师范大学学报》2022年第1期;朱子琳:《论泄密型内幕交易规制的问题与完善》,载彭冰主编:《金融法苑》(第109辑),中国金融出版社2023年版。

[15] 参见[美]弗雷德里克S.米什金著:《货币金融学》,马君潞、张庆元、刘洪梅译,机械工业出版社2015年版,第119页。

[16] 参见张祥宇:《证券内幕信息公开性标准探析》,载《公安学刊(浙江警察学院学报)》2016年第2期。

价格波动产生之前,行为人才利用信息差获利,此为内幕信息的“未公开性”特征。可见,理论上对证券“内幕信息”特征要件所做出的结构安排并非简单的概念堆砌,而是以“市场公平理论”为中心进行的逻辑展开。

在具体的方法论上,不论采取“形式”标准抑或“实质”标准,目的是为了释明“内幕信息”作为构成要件的违法性来源。倘若以“实质公开说”为视角,一项信息若在交易时未被市场充分消化,信息不对称就仍然存在,利用该等信息进行交易就违反了“市场公平”进而构成违法。但是,鉴于“有效市场假说”的理论模型属性,经济学上无法为“有效市场”找到绝对标准,自然无法为市场信息的消化程度找到准确的刻度。出于法律的明确性要求,辅以“形式标准”进行判断便成为实践中最为有效的办法,此为“形式公开说”被实践广泛采纳的核心逻辑。不难发现,“形式”抑或“实质”公开,应当是手段与目的表里关系,不宜过分强调彼此的对立关系。从“市场公平理论”出发,可以充分释明“内幕信息”的实质含义。规制内幕交易行为的立法目的,在于防止内幕交易等不正当行为冲击投资者平等获得真实信息的权利,进而影响证券市场的活跃程度。^{〔17〕}所谓“内幕”,即“尚未被市场充分消化,且能够对市场产生重大影响的信息”。禁止内幕交易,即禁止利用信息差谋取非公平的收益。

诚然,如果信息的非法定披露已经实现极为的广泛传播,并被市场充分消化,就可能否定该等信息具备“非公开性”。我国实践也曾短暂承认过“实质公开”理论的合法性。在证监会发布的《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(已废止)第11条中规定,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。这便意味着“实质公开”事实可以超越信息披露的形式要件,通过考察涉案信息的传播程度对信息的性质进行认定。但在实践中,因缺乏明确的审查标准,信息披露是否实现“实质公开”的认定十分艰难,上述《认定指引》在被废止之后也没有被司法实践继续援用。考虑到信息传播的真实性与广泛性问题,相关国家几乎都在

〔17〕 参见曹理:《证券内幕交易民事责任认定与承担的规则构建》,载《财经法学》2025年第1期。

判例中确认了通过“形式公开”手段认定“实质公开”结论的做法。^[18]如果案涉信息没有经由法定方式披露,就极难被认定为实质公开。可见,实质公开标准远远超出了“依据已被他人披露信息交易”抗辩中的小范围传播,只有在极端情况下经过严格审查才有成立的可能性。

不可否认,如何为“实质公开”提供明确标准较为困难,但若以“市场公平理论”为核心认定“内幕信息”,即可有效否定“非秘密即公开”的字面解释结论,从而应对本文探讨的“相对公开”场合。在现实案件中,因信息不对称而引发的非公平交易是一个客观事实,这一事实不会因信息的小范围相对披露有所改变。既然该等信息的传播在客观上破坏了公平交易秩序,就应当构成“内幕信息”。因此,所谓“已被他人披露”也不能做过于粗浅的字面理解,而应根据规范保护目的进行实质认定。首先,不可认为只要信息曾被他人以任何形式披露就视为“已被他人披露”。否则,除内幕信息知情人之外,任何行为人所获得的任何信息都必然源自“他人披露”。倘若只要“被他人披露”就不成立内幕信息,那么除知情人以外的任何人都难以构成内幕交易,结论显然难以成立。其次,可以认为“已被他人披露”的表述是内幕信息“未公开性”要件的同义表达,此项抗辩之成立至少要求案涉信息满足“形式公开”的基本要求。倘若再辅以实质公开标准,那么抗辩成立的门槛只会更高。故此,行为人若仅主张案涉信息在案发前经过某种小范围非法定形式的公开,裁判者可以径直认定该等主张不可否定内幕信息的“非公开性”要件,相应抗辩难以成立。

三、“已被他人披露”事实可能阻却行为人违法故意成立

下面进入第二个层面的问题。倘若根据上文所述的判断标准,案涉信息应当认定为内幕信息,那么是否一律应当认为构成内幕交易。如果

[18] 例如美国司法判例确认,只要透过以下媒体向社会大众发布信息,即可视为公开:
(1) 道琼斯资讯系统;(2) 路透社经济资讯网络;(3) 合众国际社;(4) 美联社;
(5) 一种以上在纽约市普遍发售的报纸;(6) 如果该公司的营业及股东分布有地区性,应加上当地主要新闻媒体。

由于获悉途径的“相对公开”导致行为人对信息的性质产生错误认识,是否仍可能阻却违法成立。另外,关于个案中行为人“明知”应当如何判断的第三个预设问题,也将于下文一并予以论述。

(一)“相对公开”场景下的“主观要件”盲区

虽然一定程度的“相对公开”并不满足“形式公开”与“实质公开”之任一标准,但将具体案件中的行为人一律认定为内幕交易有时难以说通。例如,行为人甲在地摊小报上获悉某上市公司利好信息,并在信息公开前交易获利。经事后确认,该消息足以影响股票价格变动但尚未公开,构成内幕信息。甲的行为是否成立内幕交易行为?根据《证券法》第53条之规定:“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前不得买卖该公司的证券。”可见,内幕交易违法由“身份要件(知情人与非法获取人)”和“行为要件(内幕信息、公开前、买卖证券)”两部分组成。

首先,在行为要件认定上,处罚机构一般先以《证券法》第80条第2款及第81条(内幕信息范围),通过第86条确立的“形式公开”标准判断案涉信息是否属于“内幕信息”,再结合案件事实判断行为人是否在敏感期内存在异常交易。在所举之例中,甲的行为属于在内幕信息公开前买卖证券,其利用的信息既不满足“形式公开”标准,也不符合“实质公开”要求,构成内幕信息。其次,在身份要件上,司法实践中广泛存在将内幕交易主体扩张解释为“不应知悉内幕信息的任何人”的历史做法。早在“杭萧钢构案”中,虽然行为人陈某既非《证券法》规定的“知情人”,也不是《内幕交易案件解释》中规定的“非法获取人”,但司法机关仍然认为此等“中性人员”既然在客观上无权知悉内幕信息,其知悉行为成立“非法获取”,因而属于内幕交易的违法主体。^[19]有实证研究显示,证监会内幕交易行政处罚在相关问题上早已采取了“任何知悉人”标准。^[20]如果采取上述标准,案例中甲的行为将完全符合《证券法》第53条的规范表述,应当构成内幕交易违法。

[19] 参见陈海鹰、朱卫明、叶建平:《泄露内幕信息罪、内幕交易罪的若干问题探析——由“杭萧钢构案”展开》,载《法治研究》2008年第3期。

[20] 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。

然而,社会一般观念很难接受此种行为可罚的结论。究其原因,并非在于“内幕信息”是否已经公开,而在于行为人对“内幕信息”的规范属性是否存在主观明知。学界与实务界在此类问题上长期局限于《证券法》的法条表述,习惯追求违法事实与法条的字面符合性,形成了“主观要件”认定的视觉盲区。例如有学者认为,《内幕交易案件解释》一方面在第5条规定了内幕信息的“形式公开”标准,另一方面又在第4条把“依据已被他人披露的信息而交易”和“交易具有其他正当理由或者正当信息来源”作为免责事由,存在重大矛盾。^[21]显然,相关论者对上述免责事由的理解仅停留在信息的“未公开性”认定之上,自然认为司法解释与《证券法》规定相抵牾。从犯罪构成“主客观相一致”的视角来看,《内幕信息案件解释》作为《刑法》司法解释,其第4条规定的两项免责事由并非针对“内幕信息”的界定问题,而是提醒司法者注意行为人是否具有犯罪故意及其行为是否满足“非法获取”的行为要件。由此可见,在如何认定内幕交易行政违法的问题上,理论与实践长期缺乏对违法行为人主观要件的考察,无法充分解构“依据已披露信息交易”免责事由的规范内涵,形成理论上当罚,直觉上不当罚,又难以阐明其根本原因的现实困惑。

(二) 内幕交易违法认定应当兼顾“违法故意”要件

证券法学者对违法主观要件的某种忽视,源于在行政处罚领域“客观归责,不问主观”的历史做法。^[22]行政法学界曾有主流观点认为,行政违法行为人是故意还是过失“不很重要”;^[23]行政处罚不能简单套用刑法的构成要件理论。^[24]然而,“主客观相一致”原则在证券领域立法中早已有所体现。根据《证券法》第50条之文义,法条所禁止的行为是“利用”内幕信息从事证券交易,其中的“利用”是一种目的指引下的行为,当然包含了行为人“明知”信息是“内幕信息”的主观要件。故此,

[21] 参见吕晖、肖伟:《关于内幕信息公开标准的探讨》,载《证券市场导报》2013年第5期。

[22] 参见申来津、谌艳:《行政违法构成要件:基于犯罪构成的借鉴与比较》,载《行政与法》2023年第9期。

[23] 参见袁曙宏:《行政处罚的创设、实施和救济》,中国法制出版社1994年版,第77~78页。

[24] 参见孙秋楠:《受行政处罚行为的构成要件》,载《中国法学》1992年第6期。

《最高人民法院关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》第5条明确规定,如果行为人不能够“做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交易活动”,才可认定为内幕交易。另外,从上位法的立法沿革来看,鉴于2021年《中华人民共和国行政处罚法》(以下简称《行政处罚法》)的尘埃落定,行政处罚也已经确立了“无错不罚”的基本原则,所谓“不问主观”的做法已经成为历史。

伴随上位法的调整,在2024年6月发布的《中国证监会行政处罚裁量基本规则(征求意见稿)》中已经存有“当事人有证据足以证明没有主观过错的(除法律、行政法规另有规定之外),不予处罚”的明确表述,且该条文已经被2025年3月1日起正式施行的《中国证监会行政处罚裁量基本规则》第7条确认保留。在内幕交易等证券行政违法行为的认定问题上,单纯对法条文字进行平面解构的判断方式已经难以满足司法现状,“主客观相统一”的综合认定方式可谓大势所趋。进而言之,在行为人从相对公开渠道获取内幕信息进行交易的案件中,除判断“内幕信息”“交易主体”等传统要件之外,还应重点考察行为人的主观认知及其程度。故意是对构成要件的认识,构成内幕交易违法,当然要求行为人在明知信息是内幕信息的情况下,依然获取或利用该等信息进行交易获利。鉴于内幕信息有“重大性”和“未公开性”两项要件,行为人要构成故意,就必须同时认识到其所获取的信息的“重大性”和“未公开性”。

在以“知情人”为主体的违法情境中,违法故意的认定通常可以采取推定方式。但在“非法获取人”的场合,行为人既可能通过窃取、购买、刺探方式获得信息,也可能通过其他非法定的公开渠道获得,包括非官方媒体、公开小道消息甚至道听途说等。针对后者而言,由于获取手段是一个日常适法行为,违法主体很难设想如此重要的非公开信息能够以如此草率的方式被获取,因而对该等信息的“重大性”和“未公开性”极有可能并不具有充分明确的主观认识,进而也不应当被内幕交易禁令所规束。故此正确的做法应当是,“禁止所有基于不当取得的信息之交易,但并不禁止非公开信息的合法使用”。^[25] 当行为人以上述理由抗

[25] See Nina Swift Goodman, *Trading in Commodity Futures Using Nonpublic Information*, Georgetown Law Journal, Vol. 73, 1984.

辩时,司法、监管机关应当结合获取行为的日常程度,对行为人是否存在主观故意进行判断,并在行为人明显缺乏认识可能性时考虑援引《行政处罚法》第33条、《中国证监会行政处罚裁量基本规则》第7条规定的“无错不罚”进行免责。

(三)“相对公开”情境下对“主观明知”的具体判断

由上可知,如果行为人利用“相对公开”途径获悉的内幕信息实施交易,并坚信该等信息已被公开,可以实现阻却违法故意成立的法律效果。然而,实践中的案件往往出现多种待定情节纠缠不清的现实图景。例如行为人既与内幕信息知情人存在密切联系,同时该等信息也存在着一定程度的外界披露,此时行为人若主张其信息并非从知情人处获得,而是在外界偶然获得,应当如何认定便成为问题。也即,如何证明行为人“明知”并“利用”了内幕信息进行证券交易,其交易的异常性是否源自与知情人的密切接触而非其他途径。根据《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》的规定,应当由监管机构承担主要违法事实的证明责任,同时通过推定的方式适当向原告、第三人转移部分特定事实的证明责任。具体表现为,由行政执法机构证明内幕交易行为及其异常性之存在,而将“不知情”“不异常”“无关联”等事实的证明责任转移至行为人。在当前实践中,推定明知的案涉事实主要包括交易量、交易时间、行为人身份、职务、信息重要程度、信息与交易的关联程度等。^[26]难点在于,如何对上述事实进行统筹综合,尽可能还原行为人的违法事实。

首先,在时间关联性上,应当根据交易时间与信息获取时间的间隔判断二者的关联程度。只有交易行为与获取信息的时间相吻合,才能推定行为人存在利用内幕信息进行交易之可能。假使行为人与知情人密切接触的时间与其声称的相对公开途径获取的时间存在较长间隔,且交易决策的做出时点与后者较为接近,则控方应当进一步补充新的证据以加强对行为人“明知”的证明。

其次,在交易行为的反常性上,应当结合行为人的一贯交易偏好,考察存疑交易的交易量与信息的表面真实性是否匹配。行为人的交易量

[26] 参见张小宁:《证券内幕交易罪研究》,武汉大学2009年博士学位论文。

越大、越反常,就越需要更为真实、详尽的信息支撑。倘若行为人交易明显异常,而其声称所依据的信息显著缺乏可信度,则更可能是行为人在案发后临时搜集的相关报道。如在周某某内幕交易案中,证监会指出其在本次交易前已经一年未进行交易,仅依据一篇网络报道就全仓买入案涉股票,辩解缺乏合理性。^[27]

再次,应当结合行为人的认知能力进一步判断关联性。行为人的专业能力越强,其专业领域与案涉信息的关联程度越高,就越可能运用其专业能力或结合其他信息推定案涉信息的真实性和关联性,因而越不容易产生错误认识。^[28]即使信息在一般人看来具有价值,在专业人士看来仍然不应具有价值。譬如,在岳某某内幕交易案中,证监会指出:“当事人作为证券专业人士,对‘股吧’信息的可信度,应当有着比一般投资者更加深刻、清醒的了解。其申辩理由体现出投资行为过分相信与依赖‘股吧’传言的情况,与其专业人士的身份并不相符。”^[29]

最后,还应当关注当事人声称依据之信息内容与股票价格波动之间的客观联系。倘若行为人主张的信息既不足以引起股票价格大幅波动,也与真实存在的内幕信息不相吻合,则不宜认为是依据该等信息做出的交易决策。如在马某某内幕交易案中,证监会指出:“马某某公证了其提供的作为当时交易依据的股吧信息,但本案涉及的内幕信息核心内容即本次资产重组的时间、对象、条件等具体内容并未披露。”行为人掌握的该等信息与其交易行为的异常性难以匹配,抗辩不能成立。^[30]同时应当注意的是,上述判断方法之间并非彼此割裂,而是相互联系的有机整体。监管机构应当就全案事实进行综合判断,使得违法事实的证明至少达到明显优势的证明标准。^[31]

[27] 参见中国证监会行政处罚决定书[2012]24号,2012年6月6日。

[28] 参见朱大旗、陈鹏:《反欺诈论下泄露型内幕交易推定的适用及其限度》,载《法律适用》2022年第4期。

[29] 参见中国证监会行政处罚决定书[2011]57号,2011年12月15日。

[30] 参见中国证监会行政处罚决定书[2014]36号,2014年3月28日。

[31] 参见姜明安主编:《行政法与行政诉讼法》,北京大学出版社、高等教育出版社2015年版,第476页。

四、结语

证券内幕交易案件中“依据已披露信息交易”的辩审冲突表现为两组对立,一是信息的“公开事实”与“未公开”的规范判断,二是“应罚”的理论结论与“不应罚”的直观感觉。问题产生之根源,一方面源于现行“未公开性”界定标准实质理由的匮乏,另一方面出自对“依据已披露信息交易”抗辩内涵的理解局限,从而阻塞了问题的疏解路径。内幕信息的“未公开性”认定,需要溯及内幕交易行为的违法性根源,并以“市场公平理论”为中心解构内幕信息的判断基准。信息相对公开状态下的抗辩处理,应当超越字面意义的“秘密性”争论,聚焦于信息不对称对市场秩序的实质损害。与此同时,证券行政违法不是严格责任,不能既在证据上采取推定的认定方式,又在实体上不考虑行为人的主观过错。故此,应当探索确立“明知”要件的独立审查地位,通过交易异常性、信息获取途径等要素的体系化分析,构建主客观相统一的认定标准,逐步推进内幕交易行政处罚向体系化、精细化纵深发展。

(编辑:徐安安 谢贵春)