

内幕交易事实推定的抗辩 无力及其矫正*

杨 狄**

摘要:资本市场交易高度复杂、多样,以推定方式认定内幕交易可强化市场监管力度。实际操作中,一方面由于约束性标准不明确,执法权自由裁量空间不当扩张,诱发以间接证据推定认定内幕交易的主观恣意,使得误判风险加大;另一方面举证责任分配的失衡和证明标准的缺失导致相对人很难在现有推定规则下进行平等抗辩。从司法逻辑分析,实质性地保障相对人针对监管机关事实推定的抗辩权,有利于内幕交易事实认定的精准性和正当性。为此,有必要在规范层面统一和细化具体抗辩事由,并在单因案件中以分阶化证明标准判识相对人抗辩事由的正当性和有效性,在多因案件中则优先甄别主要动机,再适用分阶标准综合判断。

* 本文系湖南省哲学社会科学规划课题“国有企业控制权安排及其制衡的法律规制研究”(21YBQ041)、湖南省教育厅课题“内幕交易事实认定中相对人抗辩条款的反思与完善”(KH48004)及广东省哲学社会科学规划课题“粤港澳大湾区营商环境法律问题研究”(GD18XTQ02)阶段性研究成果。

** 湘潭大学法学院讲师、硕士研究生导师,法学博士。

关键词:内幕交易 事实推定 弱抗辩性 营商环境优化

2018年7月,北京市高级人民法院以事实不清、程序违法为由撤销了证监会苏某鸿内幕交易行政处罚决定。该案引发了舆论对证监会“推定”内幕交易过程中的证明责任和证明标准问题的关注,并强调了保障当事人程序性权利的重要性。笔者梳理了2020年以来执法机关的行政处罚决定书,一共涉及269例内幕交易案件。^[1]虽然这些案例中只有部分适用了新《证券法》(2019年修订),但仍能从中窥见“零容忍”政策对执法的影响。法的功能不应该仅仅是惩罚,在加大执法威慑力的同时,更要“过罚相当”,既加强对违法行为的精准打击,又避免因追求公罚效率运动式执法造成对无过错相对人的苛责或对有过错相对人的失准。

一、内幕交易执法中裁量权扩张诱发事实推定的主观恣意

近年来,股指期货、证券存托凭证(CDR)、开放型指数基金(ETF)及新型证券的上市使内幕交易越来越复杂、隐蔽,在此趋势下执法强度与难度层层递进。^[2]故此,有控制地让行政机关进行自由裁量,利用间接证据推定内幕交易事实的存在,进而再由相对人举证以反证被推定事实不存在,这是充分考量执法可能性与抗辩可行性后规范证券市场的客观要求,并不违背现代法治公平原则。遗憾的是,内幕交易执法权扩张的同时,执法机关执行权标准却莫衷一是。虽然2011年《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《纪要》)对内幕交易证明责任进行了类型化区分,对“推定”的前提做了“吻合”“基本吻合”“高度吻合”的分层处理,但因为对执法机关“推

[1] 数据收集源于中国证券监督管理委员会网站证券期货管理信息公开目录, <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/index.htm?channel=3300/3313>, 2021年12月1日访问。

[2] 参见杨狄:《银行参与资本市场治理的法治路径及其完善——以证券存托凭证为中心》,载《求索》2020年第3期。

定”类事实本身并无明确的判断标准和要求,即使按照《纪要》需要证明符合“高度吻合”的情况,执法机关也倾向于弱化自己的证明责任,或困囿于判断“基本吻合”与“吻合”的区别。在之前广受讨论的“苏某鸿案”中,证监会就因其内幕交易推定的适用标准和条件不明确而受到诘责。^[3] 采取不同标准,认定结果可能完全不同可参见表1^[4]在目前的实践中,执法权的不断扩张使内幕交易认定很容易陷入一种公式化推定的局面,即接触内幕信息知情人(推定知悉)+敏感期交易(推定利用)=内幕交易。双重叠加的推定,会使误判风险加大。

表1 几组基础推定形态

推定知悉	推定利用	案例
无法证明A知情,但存在特定身份,有接触联络	A为推定知情人,在敏感期内交易股票	2021年“陈某娟内幕交易案”等
无法证明A知情,但存在便利条件,有接触联络	A为推定知情人,在敏感期内交易股票	2020年“要某内幕交易案”等
无法证明A知情,倒推与知情人有异常接触联络	A为推定知情人,在敏感期内交易股票	2021年“方某求内幕交易案”等
A为知情人,B与A熟识,C与B共居,推定C知悉	C为二次传递型推定知情人,在敏感期内交易股票	2021年“秦某锋、杨某睿内幕交易案”等

在传递型内幕交易中,执法机关没有直接证据能够证明相对人知悉且利用内幕信息,往往需要结合异常性交易来推定认定。在存在接触联络事实且有相关交易的前提下,实践中一般存在以下几种推定类型:(1)基于特定身份的推定。相对人申辩不知悉内幕信息,执法机关因其与知情人有工作接触且在接触后交易与敏感信息有关股票,推定其为法定知情人否认其申辩^[5]。(2)基于信息获取便利的推定。相对人申辩不知情,执法机关认为其“与本案内幕信息知情人同一办公楼办公,具有接触内幕信息的便利条件”,推定其知悉内幕信息^[6]。(3)基于具体

[3] 参见北京市高级人民法院:苏某鸿诉中国证监会行政处罚、行政复议案(20180718)。

[4] 该表是根据2020~2022年部分典型内幕交易案进行整理。

[5] 中国证监会行政处罚决定书[2021]46号。

[6] 中国证监会行政处罚决定书[2020]63号。

案情的推定(先认定交易明显异常再反推联络异常,“高度吻合”)。相对人申辩“不知悉”且未“利用”内幕信息,“卖出股票原因系个人紧急资金需求”,执法机关认为“交易活动与内幕信息高度吻合”倒推“与知情人接触联络异常”不予采纳申辩,以环境证据推定知悉且利用。^[7]

(4)二次传递型推定。相对人申辩传递人和自己均不知情,且未利用内幕信息,执法机关推定其为二次传递知情人,且交易行为与内幕信息高度吻合,不接受其申辩^[8]。暂且不论相对人针对自己异常交易行为的说明或解释是否能够成立,但可以发现执法机关以间接证据叠加推定内幕交易构成似乎有泛化的趋势。

市场中的交易原因是非常复杂的,正常的交易行为确实有一定可能性与重大事件出现重叠。如果只是因此大概率地简单推定内幕交易的传递,同时又将“高度吻合”的证明标准不断降低很容易将一个合法的正常交易行为推定为内幕交易。有学者指出,在内幕交易案的行政执法实践中,证监会调查适用的规则不公开不透明几乎是一种常态。^[9] 对据以推定的事实基础的证明程度没有一个明确的标准,对相对人在申辩中所提出反驳抗辩也没有一个恰当的说明,或虽有说明,但明显加重了相对人反驳的证明要求。

二、现有推定规则下相对人的实质抗辩权弱化

在检索的269个内幕交易案例中,除少数相对人未提出申辩外,大部分案件都进行了申辩,不少案件甚至进入了二次听证程序,监管机构对于相对人的申辩意见都会有相应书面回应。虽然从形式上看,似乎相对人的救济权力和申辩反驳都被给予了相当程度的保护和尊重,但是,仔细阅读这些处罚决定书会发现,尽管在实体法和程序法上都允许相对人针对自己异常性交易行为进行“合理解释和说明”,但在部分案件中

[7] 深监局行政处罚决定书[2021]4号。

[8] 中国证监会行政处罚决定书[2021]45号。

[9] 参见陈洁:《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》,载《清华法学》2018年第6期。

执法机关仍然可以选择忽略相对人的申辩意见或要求其提供明显超出其负担的证据。当然,我们不能忽视证券监管机构处理的大部分案件双方都进行了较为细致的“诉辩”交锋,大多数处罚都“过罚相当”。但对于一个具体的相对人而言,即使只有细微的处罚不精准也会带来巨大的差异。实践中,尤其反映在究竟相对人要如何举证证明其交易行为的“合理与正当”并没有一个相对明确的标准。

以深圳证监局近日公布的“方某求内幕交易案”为例。^[10] 方某求于2018年年底与内幕信息知情人联络、接触后,于2019年1月28日至30日集中卖出“茂硕电源”股票规避损失,执法部门认定方某求涉嫌内幕交易并作出了行政处罚。方某求及其代理人提出申辩意见反驳推定,认为方某求集中卖出股票一是基于2018年9月已经发布的减持公告,二是基于还债的合理理由。深圳证监局提及,“对于方某求的解释,不排除有基于股票减持计划的理由”,并回应“方某求对交易动机的解释不能合理说明未受内幕信息影响且明显异常的情况”。本案的争议焦点在于,相对人所主张的有证据支持的合理交易动机是否能反驳执法机关的事实推定?据执法机关已经做出的处罚决定来看,对于本案所持争议,执法机关持否定态度。即使执法机关认可相对人有一定可能是基于减持计划或者还债需求而减持股票,但基于相对人不能提出证据证明自己完全未受内幕信息影响,执法机关认为其合理解释和说明仍然不能够阻却内幕交易的违法构成。^[11] 暂且不论本案事实认定是否仍处于“真伪不明”状态,仅从文书表述来看,执法机关已经明显陷入了有罪推定的怪圈,对相对人“合理解释和说明”部分的证明力度要求达到了“排除一切合理怀疑”的程度,这在举证责任的分担上是极度失衡的。

就像一开始执法机关通过推定来判断相对人行为违法一样,对于相对人“合理理由”的抗辩,执法机关同样适用自由裁量,并且,同样没有标准。区别仅在于,行政执法机关可能在弱化自己“高度吻合”证明标准的同时,却强化行政相对人“抗辩”的证明标准。举证责任分配的失

[10] 深监局行政处罚决定书[2021]4号。

[11] 中国证券监督管理委员会深圳监管局《行政处罚事先告知书》([2021]3号):“我局认为,方某求关于交易动机的解释,不排除有给予股票减持计划的理由……其关于交易动机的辩解不能合理解释交易未受内幕信息影响。”

衡和证明标准的缺失导致相对人很难在现有推定规则下进行平等抗辩。

三、内幕交易事实认定中抗辩与推定的应然联结

(一)“有效抗辩”是对“事实推定”的自我矫正

作为法律术语的推定,可以理解为“在一个已证明的事实 A 和在另一个推定的事实 B 之间创设一种特定的法律联系”^[12]。在传递型内幕交易案中推定规则的具体表现为:证明“相对人与知情人产生联络”的事实,导致“推定相对人知悉内幕信息”的结果;证明“相对人在执法机关划定的敏感期内发生特定股票交易”的事实导致“推定相对人利用内幕信息”的结果;相对人“知悉”且“利用”内幕信息则构成内幕交易。在内幕交易事实认定中,所谓抗辩是指相对人针对异常性交易提出合理解释说明与有效反证,此合理说明可以包括既定交易计划、既定命令或者其他合理交易理由等。

一般认为,事实推定至少包括两个要求:其一是推定依赖的基础事实(已证事实)与推定结果(推定事实)之间的联系是建立在经验基础上的逻辑联系。有学者认为,“推定产生于一种思维过程,即根据已知的基础事实的证明来推断出一个未知的事实,因为常识和经验表明该已知的基础事实通常会与该未知事实并存”^[13]。其二是一旦出现有效反证,推定事实即破灭。有学者指出“案件中如有证据存在,而审理事实之人(陪审团)可自该证据合理地认定推定事实不存在时,推定即失去效力,是以推定仅于未能提供证据以充分辨明,使为推定事实不存在之认定时,始有其效”^[14]。问题的关键不在于合理说明的范畴(法律可以列举或陈述),而在于合理说明需要达到的证明程度(有效抗辩),是高度盖然性还是绝对必然性。相对人针对内幕交易指控所提供的合理说明,是

[12] [美] 罗纳德·J. 艾伦等:《证券法:文本、问题和案例》,张保生等译,高等教育出版社 2006 年版。

[13] [美] 乔恩·R. 华尔兹:《刑事证据大全》,何家弘等译,中国人民公安大学出版社 2004 年版。

[14] 李学灯:《证据法比较研究》,台北,五南图书出版公司 1992 年版。

否需要达到排除内幕交易的一切可能,还是说仅需要证明其所提供合理说明的真实性,而该合理说明的事实与特定交易事实之间同样可以建立起经验基础上的逻辑联系。

为了进一步说明“事实推定”与“有效抗辩”之间的关系,或者说有效抗辩需要达到的证明程度,我们需要引入另一个概念“推论”。同样是通过间接证据进行推导证明的过程,推论(inference)和推定(presumption)的区别在于:推论必须符合证明充分性的要求,这个要求可以是法定的也可以是约定的(在刑事案件中表现为排除合理怀疑,在民事案件中表现为符合高度盖然性),只考虑证据事实因素,完全建立在经验和逻辑之上获得心证的一种路径;推定则是具有一定程度的“推测与假定性”,降低了证明的一般要求,甚至转移了证明责任的一种获得事实结论的便捷路径。^[15] 据此,推定是法律问题,需要法律拟制才能成立,而推论是事实问题,属于演绎判断,不需要法律特别规定。遇到反证时,一旦相反证据是真实的且与结论之间能在经验基础上建立逻辑联系,推定事实结论即如泡沫般破裂。推论结论则不然,相反证据的确立只能作为证据的一种纳入整个推论过程中重新考量,只有当反对证据证明力压倒支持证据证明力时才能推翻推论的事实结论。

职是之故,判断相对人抗辩所需要达到的证明程度的前提是判断内幕交易事实认定属于推定还是推论。无论是美国 SEC10b5 - 1 所确立的“知悉即利用”规则还是我国《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(以下简称《指引》,现已失效)和《纪要》“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”的规定,都是“根据基础事实导出可反驳事实的一种法律规划”^[16],属于法律拟制的推定规则。通过“推定”,相对弱化了内幕交易事实认定的证明标准。故此,相对人针对内幕交易指控所提供的合理说明只要是真实的,并与交易结果之间具有显性因果关系则应当自然击溃依据推定所产生的内幕交易结论。那么,关于内幕交易事实认定中有效抗辩理由的成立条件就应该包括:其一,相对人举证证明所提供的合理说明是真实存在的;其二,该合理说明

[15] 参见龙宗智:《推定的界限及适用》,载《法学研究》2008年第1期。

[16] 同上注。

按照理性经验能与交易行为之间构成逻辑上的因果关系。

(二)“有效抗辩”给予相对人对“合理交易”的公平预期

如果两个交易者,只有关于敏感信息获取方面的差异,在其他交易条件均相似的前提下应该享有同样的预期利益。换句话说,一个可能了解敏感信息的相对人不应该因为该信息获利,当然,也不应该仅仅因为接近该信息而处于不利地位,即相对人对“合理交易”的公平预期^[17]。例如,一个优秀的股票研究员可能仅仅因为自己参加了某公司的交流会后交易了该公司股票被认定涉嫌内幕交易,而与他做出同样操作却因生病错过了交流会的同事可能就避免了被稽查的困境。我们不希望制度的设计是鼓励违法的,但也不希望法律以单一的方式来判断一个需要长期深耕项目的最糟糕时刻(接触敏感信息涉嫌内幕交易)。问题的关键在于,在内幕交易执法中裁量权不断扩张的前提下,具有信息获取便利条件的相对人如何证明信息来源合法合规呢?这就需要排除涉案敏感信息因素,由相对人来举证证明其合理理由与交易行为之间的概率关系。结合前文分析,首先需要由相对人证明其合理理由的真实性,其次需要证明合理理由是独立于敏感信息的,最后形成完整证据链再据此计算真实、独立的合理理由与交易行为之间的必然性概率。这个概率当然不能以100%要求(排除一切合理怀疑),而应该根据不同抗辩事由分别确立证明标准,建立合理理由与交易行为的因果关系,从而形成有效抗辩,免于处罚。

四、实质性保障相对人抗辩权的衡平路径

实证研究显示,我国目前实际上是在最广义的理论基础下对国内市场的内幕交易进行执法,内幕交易认定呈现一种激进的状态。^[18]文献

[17] 有学者在内幕交易案件中提出过“equal profits Principle”,认为它更符合公平标准,符合市场诚信,会增加股票交易的激励。See Andrew Verstein, *Mixed Motives Insider Trading*, *Iowa Law Review* 106, No. 3 (March 2021): 1253 - 1314.

[18] 参见郝山、陶永祺、卫绮骥:《中国过于宽泛的内幕交易执法制度》,载《交大法学》2014年第2期。

检索的结果也证明,大多数的学术讨论都是“教条化”的,因为它接受了现有规则(《纪要》与《指引》)的基本前提并试图使其更有效的运作,即使某些规则已经失效或在法律位阶上让人诟病。通过前文分析,至少不难判断抗辩规则存在的功能和逻辑,尤其是2020年证券市场从严执法以来,真实、独立、合法、充分的有效抗辩将是平衡整个证券市场参与各方利益的调节器。

(一)统一和细化具体抗辩事由

我国关于内幕交易事实认定中当事人抗辩事由的规定主要分布在《证券法》、《指引》和最高人民法院、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《内幕交易司法解释》)三个文件中,规定零散、效力层级不一,使抗辩规则总体上思路模糊,执法随意。^[19]应在《证券法》层面统一规定内幕交易抗辩事由,这里指符合内幕交易推定事实的构成要件但依据法律规定应予免除处罚的情形。^[20]结合现行规定,主要包括以下七种情形:(1)上市公司收购豁免。持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司5%以上股份的自然人、法人或者其他组织收购该上市公司股份的。(2)预定交易计划豁免。该情形的成立同时需要符合“善意”原则且交易计划在特定时间内不可修改。(3)依据已被他人披露的信息而交易的。实际上,这种情形应属于直接抗辩不符合内幕交易的构成要件,即该信息不属于内幕信息。但考虑到立法路径依赖和其同时具备可豁免因素,可以先予保留。(4)履行法定或约定职务行为。针对专业机构从事股票经纪业务的经纪人职务行为的豁免,例如接受客户委托。(5)机构投资者合规豁免。专业类投资机构在机构内部建立并实施了有效的信息隔离制度,尽职调查和投资行为均符合行业规范,可以豁免

[19] 参见陈洁:《交易抗辩规则“利用自身信息交易”作为内幕——兼论我国内幕交易安全港规则的基本框架》,载《现代法学》2021年第5期。

[20] 笔者认为,在内幕交易事实认定抗辩中很难区分是“不构成”内幕交易抗辩还是“构成但免责”抗辩,因为允许推定,构成要件之一“知悉并利用”内幕信息本身难以到达完全清晰的状态,而实践中的抗辩往往主要是试图证明其不知悉或未利用。也就是说,从逻辑而言大部分抗辩针对的都是“不构成”内幕交易。因为“知悉即利用”的规定,先推定其符合构成要件,在此基础上设立安全港条款排除其违法责任,将其界定为免责条款也并不与现有法教义学定义冲突。

其内幕交易责任。机构投资者通过尽职调查所得信息若是与内幕信息无关,不是豁免内幕交易责任而是本身“不成立”内幕交易,但与“其他正当理由”一样,因为“瓜田李下”事实上会很难判断其信息来源的合法性与否。既如此,将机构投资者合规豁免作为一种免除处罚类型有积极意义。(6)为配合并购重组、优化公司治理结构、稳定股价上市公司回购股份的交易行为,修改后的《公司法》第142条已经允许上市公司为避免公司遭受重大损害,维护公司价值及股东权益所必需的回购行为,可以认为法律倾向于认可在特定情形下的回购有利于提振市场。(7)交易具有其他正当理由或者正当信息来源的。需要说明的是以上七种情形,尤其是第(2)(4)(5)(6)种情形,因资本市场与交易行为的复杂性和技术性,该类针对性条款也极易被滥用,其可行性还需要进一步研判。但至少能够明确的是,在证券法层面统一零散的规则,建立一个内幕交易安全港非常必要。

《行政处罚法》第34条规定:“行政机关可以依法制定行政处罚裁量基准,规范行使行政处罚裁量权。行政处罚裁量基准应当向社会公布。”《证券法》规定具体豁免情形的前提下,应由证券监管机构针对以上豁免情形制定必要的实施细则,使其在操作上具有可行性。以预定交易计划豁免为例,需明确该情形的成立同时需要符合“善意”原则且预定交易内容在特定时间内不得修改,计划内容需有相对明确的交易价格、交易时间等,计划从制定到实施需要包含完整的证据链。以机构投资者合规豁免为例,机构投资者需要有确定而具体的合规制度,该制度的实施可以有效隔离非法信息,证据链完整充分。监管机关的执法实践往往大量依赖于层次“较低”的各类行政文件,行政规则事实上构成了监管机关与相对人的行为规范,规范规定越具体、合理,抗辩规则适用就越明确、科学。

(二) 单因案件中针对不同抗辩事由构建分阶证明标准

前文已经详细论证了内幕交易推定属于法律许可的可反驳的事实推定,推定转移和弱化了控方的举证责任。例如,在传递型内幕交易中执法机关证明相对人接触了内幕知情人(已证事实A)推定相对人知悉了内幕信息(推定事实Y),证明相对人交易与敏感信息关联(已证事实B)推定相对人利用了内幕交易(推定事实X),则推定事实Y+推定事

实 X = 构成内幕交易。受益于推定的当事人应当承担推定规范的前提条件是满足自己的证明责任。证明相对人与内幕知情人接触(已证事实 A)是很容易的,难就难在证明相对人交易与敏感信息的关联度(已证事实 B)。《纪要》针对传递性内幕交易的事实推定要求执法机关证明“高度吻合”,且《内幕交易司法解释》第 3 条也规定,对于相关交易行为是否明显异常要综合八个方面的情况予以认定。一方面,以上两个文件是否可以直接适用于行政执法是存疑的;另一方面,即使适用,“高度吻合”本身也不是一个十分明确且清晰的标准,实践中执法机关很容易就可以降低它。“盖然性证明是对一定的事实进行可反驳的推定的基础,它导致证明责任的转换。”^[21]既然是法律所许可的推定,那么即使采用的是盖然性的证明责任标准,甚至不需要盖然性占优,也很难从法理上攻击它。只有在推论而非推定的场合,评价盖然性尺度才有意义。这就是为什么在有关内幕交易的行政诉讼类案件中,除非有明显程序性瑕疵,法院很少能推翻行政机关的事实推定。

既如此,我们换个思路,不再试图去论证已证事实 B 及其与推定事实 X 之间需要达到的盖然性尺度,而是转而研究抗辩事由 R 与已证事实 B 之间的盖然性尺度,从而击碎 B 与 X 之间的关联。在仅存在一组因果关系时,只要相对人能证明 R 与 B 之间具有因果关系,自然而然可以打破推定受益人^[22]所构建的 B 与 X 之间的因果关系。问题是,相对人如何证明 R 与 B 之间的因果关系呢?如果 R 为不同的列举法定事由,是否有不同证明标准呢?

2019 年《关于民事诉讼证据的若干规定》第 10 条对当事人否认法院预先认可事实的证明区分了反驳与推翻,弱化了生效仲裁裁决所确认事实的法律效力。^[23]这说明当事人要否认某些涉公权的预决事实,无须提出相反证据达到“足以推翻”的程度,只需要达到“足以反驳”程度即可。根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》(以下简称《民事诉讼法司法解释》),足以推翻是指提出证据证明

[21] [德]普维庭:《现代证明责任问题》,吴越译,法律出版社 2006 年版。

[22] 因为推定而减轻证明责任的人。

[23] 本条关于免证事实的规定是在 2015 年《民事诉讼法司法解释》第 93 条规定的基础上修改而来。

相反事实成立的程度,足以反驳是指提出反证的证明力动摇了法官对免证明事实的心证基础,使其处于真伪不明状态。行政机关所推定事实尚且不属于我国诉讼法上规定的免证事实,其效力应低于生效仲裁裁决所确认事实。举重以明轻,当事人否认行政机关所推定的事实,同样达到“足已反驳”程度即可。《民事诉讼法司法解释》第108条第1款规定:“人民法院经审查并结合相关事实确信待证事实的存在具有高度可能性的,应当认定该事实存在。”通说认为该条文设置了“高度盖然性”证明标准,在没有其他法律对待证事实应达到证明标准另有规定的,应适用“高度盖然性”标准。如此,“高度盖然性”标准实际上已超过反驳标准所需要达到的证明程度了,但保守来看,当R属于兜底抗辩事由时[上文所提第(7)项],适当提高标准更利于避免执法疏漏。综上,如果R与B之间的因果关系能到达高度盖然性,即足以反驳行政机关的事实推定。所谓高度盖然性,采用不少学者的定义方式:法官从证据中虽未形成事实必定如此的确信,但内心形成事实极有可能或非常可能如此的判断,如果用心证百分比衡量,至少应为85%。^[24]

综上,在反驳行政机关内幕交易事实推定场合,针对上文所设计的抗辩免责事由中最难以证明的“其他正当交易理由”,需要由相对人举证证明抗辩事由的真实性、独立性,并能与异常交易之间形成85%以上关联性,即可抗辩成功。除此之外的被明确列举的抗辩事由[上文所提第(1)~(6)项],因其属于法定列举的具体事由,相对“其他正当交易理由”的法益保护更为明确,相对人的证明责任应当适当减轻,按不同的法定理由盖然性比例逐步下降:(1)其他正当理由(85%以上盖然性要求);(2)依据已被他人披露的信息而交易的(75%以上盖然性要求);(3)预定交易计划豁免(70%以上盖然性要求);(4)机构投资者合规豁免行为(60%以上盖然性要求);(5)上市公司回购豁免或职务行为(55%以上盖然性要求)(见图1)。

[24] 参见霍海红:《证明责任的法理与技术》,北京大学出版社2018年版。

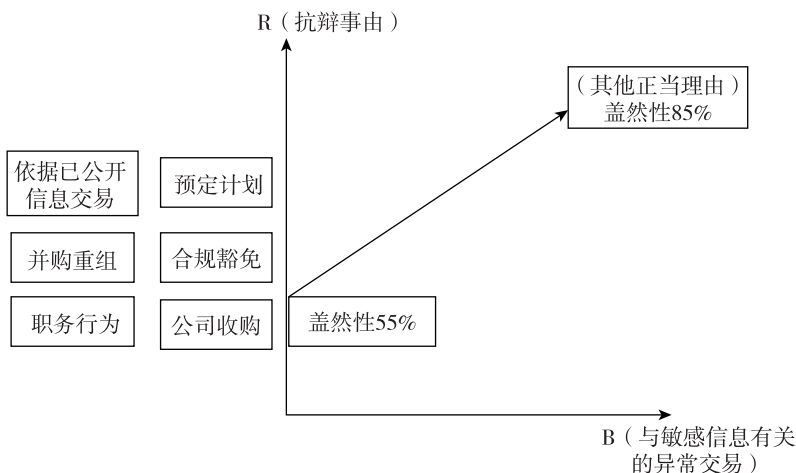


图1 单因案件中分阶证明标准示意

(三)混因案件中优先甄别主要动机

按前述逻辑我们很可能遭遇另一个现实问题,即在浩瀚的实践案例中,大量内幕交易案件因果关系并不是单一构成的。如果出现混合动机的情况,上述判识标准是否仍然可行?

解决这个问题需要将主观因素纳入行为评价体系。一言以蔽之,公法责任须以过错为前提。正如美国第九巡回法院 Smith 案^[25]后法官所言“一个被证明有充分、独立、合法交易动机的被告无罪,被告可以基于其被证明的充分、独立的合法动机而被宽恕”^[26]。毋庸讳言,混合动机本身不是抗辩理由,但混合动机中的合法动机当然构成抗辩理由。

1. 内幕交易主观归责原则的行刑衔接

根据 2021 年《关于依法从严打击证券违法活动的意见》,证券违法行为一旦达到刑事立案标准应当加快推进刑事立案、移送工作。这对证

[25] 在 Smith 案中,Smith 辩称他卖出股票是因为针对目标股票进行了大量的基础研究,即使他有可能利用到内幕信息,他的前期研究毫无疑问也使他具备交易的合法动机,除非控方能举证反驳他所称的合法动机。第九巡回法院法官对于混合动机的处理倾向于支持被告的合法动机,而不是惩罚被告的非合法动机。See *United States v. Smith*, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998) (No. 97-50137).

[26] See Andrew Verstein, *Mixed Motives Insider Trading*, *Iowa Law Review* 106, No. 3 (March 2021): 1253-1314.

券类违法犯罪行为的证据转换、构成要件等因素的行刑衔接工作提出了更为迫切的要求。我国的公法处罚机制属于行政机关和司法机关共同参与的二元处罚机制,为了避免同一法律行为在行政违法和刑事犯罪的衔接上出现障碍,“违法犯罪”行为在构成要件上应具有 consistency。

一则主观过错是罪与非罪的界限。2020年修正的《刑法》第180条规定内幕交易、泄露内幕信息罪要求行为人主观上有过错;《内幕交易司法解释》第4条规定的“免责制度”将行为人主观上无过错的“四种情形”作为内幕交易罪的有效抗辩排除在犯罪之外。二则学者普遍认为2021《行政处罚法》第33条第2款确立了行政处罚的主观归责原则^[27],而《行政处罚法》与《证券法》在法律位阶上应属于一般法与特别法的关系,根据从严解释原则主观归责原则应同样适用于《证券法》。三则根据语词分析,“利用”一词多用于贬义,含欺骗、隐瞒、虚假的心理手段。综上,行政机关认定内幕交易过程中必须考量相对人是否有主观过错。

在内幕交易行为中判断主观因素的最直接方式,即行为动机。动机最终是一种心理状态,具有完全合法行为动机的人不是故意违法者。比较法上,美国证券欺诈成立是以主要动机“恶意”为要件,而在我国现有的教义学框架之下,以行为人主要动机为立足点评价其心理状态与现有规则并不冲突。

2. 通过比较合法动机与非法动机的强度评价相对人主要动机

在多重因果关系中,正当的交易理由是合法动机,而涉案敏感信息是非法动机,只要交易者的合法动机比其非法动机更强或更具有说服力,则其交易行为是合法的。当然,判断主要动机本质上是比较性的,因为行为人的合法动机会发生变化,意味着同一重要的非公开信息针对不同交易者会带来不同法律评价,或者同一交易者的交易合法性会随着时间的推移而改变。例如,一位急需现金的高管可以被允许出售少量股票应急,即使其同时了解公司的一些尚未公开的负面信息。但是,如果交易者的交易行为是为了重新平衡其投资组合而抱有任何模糊的其他愿望,则其交易行为的主要动机就不再是基于交易中的合法动机,而是

[27] 参见丁鹤文:《新〈行政处罚法〉下信息披露违法主观要件研究》,载《证券市场导报》2021年第6期。

可避免地会受到非法动机影响,应受到追责。换句话说,交易者因为其合法动机的交易,是不会因为涉案重大性信息的变化而变化,才能足以令人信服的成为该交易的主要动机。主要动机评价能够平衡执法机关和相对人的举证责任。相对人承担举证责任证明其合法动机比其非法动机更强或更具有说服力,在此基础上,执法者承担反驳责任。这要求相对人证明其合理理由是真实的、充分的,并且其行为是不会因为涉案敏感信息改变而改变。执法者的反驳则需要击碎相对人所提供证据的真实性、充分性或不变性任意一环,而不仅仅只是“不予采纳”简单回应。这种负担分配更符合公平执法精神。主要动机评价需要由一个中立的执法者来比较相对人合法动机与非法动机的强度。这可能操作上会比执法者直接推定非法动机更困难,但同时它在法理的正义性上也减轻了执法者在应然层面需要证明相对人“利用”内幕信息的难度。^[28]最重要的一点是,执法者需要判断出现与涉案信息反向事实情况下相对人是否还会因其所持的正当理由进行交易。如果合法动机强于非法动机,交易仍会发生,相对人主观无过错,不可责。反之,涉案敏感信息(非法动机)将阻却交易,相对人实际上是基于非法动机交易,主观上有过错,可责。

3. 综合考量“主要动机”与“分阶标准”

需要考虑到相对人有可能使用虚假借口为其非法交易辩护。但在主要动机评价规则体系下,编造虚假理由实际上更难操作。因为相对人在提供主要动机辩护时需要让理性人相信自己在涉案信息变化时不会改变交易结果。论证自己行为的主要动机将比仅仅提供一些细枝末节来合理说明自己的交易理由在技术上更加困难。一旦主要动机虚假也更容易被执法者找到破绽从而使相对人诚信受损,地位更为不利。在混合动机的交易中,主要动机是判断行为人主观状态的最佳方式,在举证责任承担方面具有更有益的平衡性,尊重法律目标的同时为行为人提供一定程度的自由,回归到主观归责的框架之内对其交易行为作出法律

[28] 虽然在现有执法实践中,不需要证明相对人“利用”了内幕信息,但从犯罪证明逻辑而言,推定的正义性比推论弱的,所以认可主要动机规则,会使推定认定内幕交易方式的正义性得到提高。

评价。

故此,主要动机评价(比较模式)需要与分阶证明标准综合考量。在混合动机情况下内幕交易的认定并没有达成令人满意的共识,也不可能达成共识。毕竟,每一个交易的合理理由都是独立且具体的。问题的关键不在于立法技术的局限和迥然相异的判例,而在于每个独立案件中,相对人所依据合法动机(正当理由)进行交易的可能性高于或远远高于依据非法动机(盗用/敏感信息)进行交易的可能性。也就是说,首先判断相对人的主要动机,在相对人主观无过错的前提下,再计算其合理动机与交易行为的因果关系。同样可以适用上文所确立的分阶盖然性证明标准(见图2)。

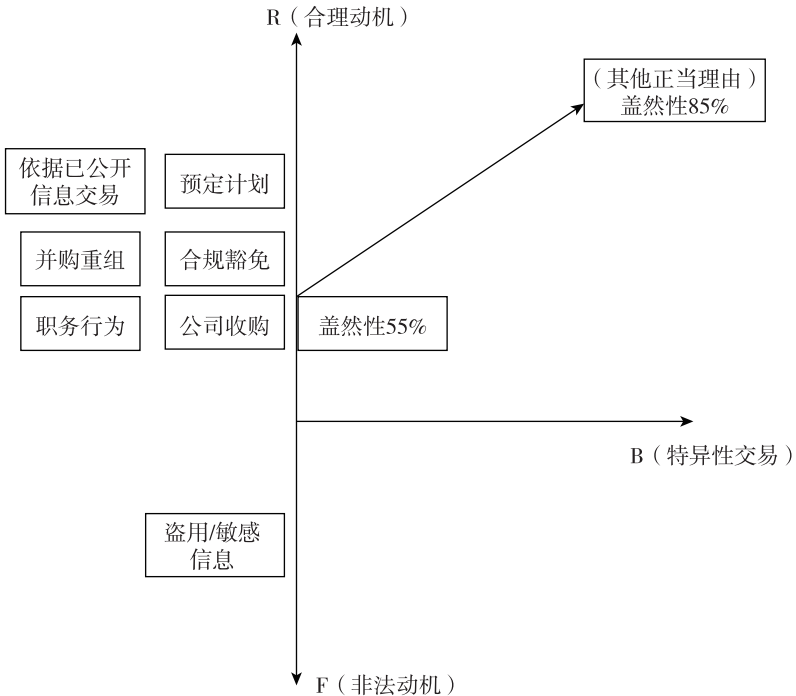


图2 混因案件中分阶证明标准示意

五、结语

目前可以观察到行政技术标准尽管不能在司法审判中作为判决的主文,但是它作为事实认定构成要件的基准,对司法审判具有某种“先决效力”,在事实上发挥着审判基准的作用。^[29]尽可能让相对人抗辩权的有效行使前置行政执法阶段有利于行政技术标准的全面性、有效性和一贯性。在当前执法实践中,虽因规则的不明确,听证程序的效果可能不尽如人意,但听证程序仍然是相对人最重要的救济途径之一,也是相对人能充分提出抗辩理由的重要渠道。如果听证过程中,让相对中立的第三方在规范统一的内幕交易抗辩事由和细则规定下,明确相对人有效抗辩的证明标准和主观归责原则,针对推定事实程序负责人或许可以得到更精准的预判。

(编辑:宋 澜)

[29] 参见宋华琳:《论行政规则对司法的规范效应——以技术标准为中心的初步观察》,载《中国法学》2006年第6期。