

股票期权内幕交易法律 规制之检视与思考

彭鲁军* 陈亦聪**

摘要:股票期权作为一种以期货方式交易的证券衍生品种,与标的证券市场存在天然、内在的联系,其内幕交易也因此带有极强的跨市场运作特征。当前,股票期权业务创新正在有序推进,相关配套制度建设也在同步开展。就其内幕交易规制而言,现有的法律法规尚缺乏有针对性规定,需要作出回应与填补。本文在对股票期权内幕交易的特殊性分析的基础上,梳理境外典型案例的主要类型和监控指标,借鉴境外主要市场规制经验,检视我国股票期权内幕交易的法律规制现状,并提出完善建议。

关键词:股票期权 内幕交易 跨市场监管
法律规制

境外成熟市场的运行实践表明,股票期权容易成为内幕交易的多发区,内幕交易的防范和规制同

* 任职于上海证券交易所法律部。

** 任职于上海证券交易所法律部,华东政法大学经济法学博士。

样是股票期权市场监管的重要内容之一。以美国 SEC 官网上公布的内幕交易案件为例,其在 2011、2012 年度共计发布了 115 起内幕交易案件,其中涉及股票期权交易的案件有 43 起,占比达 37%。股票期权内幕交易之所以受到青睐,一方面是因为其在行为手段上更为复杂和隐蔽,难以被识别和打击;另一方面则是因为股票期权交易具有较大的杠杆效应,行为人以较小的成本可以博取更大的收益。因此,在我国即将推出股票期权之时,未雨绸缪,思考对股票期权内幕交易的法律规制具有重要的理论与现实意义。

一、股票期权内幕交易的特殊性及其表现

(一) 主要利用股票市场内幕信息进行跨市场运作

股票期权主要是指衍生于单只股票或者交易所交易基金(ETF)的标准化合约。期权的买方通过向卖方支付一定的费用,获得在约定的时间以约定的价格买入或卖出约定数量标的股票的权利。作为股票的衍生产品,股票期权与标的股票之间存在天然的内在联系。在交易价格上,股票期权的权利金在很大程度上取决于标的股票价格及其波动;从交易效果来看,人们通过买入认购/认沽期权,就可以实现买空/卖空标的股票的目的;而股票期权所赋予的权利的行使,最终也是通过标的股票的交割(或者按照标的股票价格计算出的结算价格进行现金结算)而实现的。

在股票期权交易中,期权合约的价格变化与标的证券的市场价格是直接相关的。根据期权定价模型,当前股票价格、执行价格、期权期限、股票价格的波动率、无风险利率、期权期限内预期发放的股息 6 大因素决定了股票期权的价格。^[1] 其中,执行价格、期权期限是事先确定的,当前股票价格、股票价格的波动率、无风险利率、期权期限内预期发放的股息就成了影响股票期权价格的关键信息。这些信息中,除无

[1] [加]约翰·赫尔著:《期权、期货及其他衍生产品》(第8版),张陶伟译,机械工业出版社 2012 年版,第 152 页。

风险利率可以归入相关部门制定的政策外,当前股票价格、股票价格的波动率都会受到标的股票公司经营、财务的信息影响,期权期限内发放的股息更是直接属于公司的财务信息。公司信息的知情人即可利用未公开的公司信息进行股票期权内幕交易。

(二)在一定程度上对股票内幕交易形成替代效应

从股票内幕交易的运作机理来看,内幕信息知情人利用所获悉的对股票市场价格有重大影响的尚未公开的信息,进行股票的买入或者卖出活动,从而获取利益或者避免损失。根据期权平价原理,股票、零息国债、欧式股票的认沽权证与认购权证四类资产之间存在一种等价关系,因此每种资产都可由其他三个变量的投资组合来进行等价的表达,可以通过期权交易对原生交易进行等价复制,达到同样的交易目的。^{〔2〕}因此,通过买入或者卖出相应股票的股票期权,内幕信息知情人同样可以基于内幕信息实现获利或者避损。股票期权内幕交易与股票内幕交易,在“内幕信息知情人”以及“内幕信息”这两项核心指标上,是高度重合的,二者只在交易品种上存在差异。即同一个内幕信息知情人,利用相同的内幕信息,通过股票和/或股票期权的交易活动,可以不同程度地实现获利或者避损的不当目的。就泄露内幕信息和建议他人进行买卖这两种内幕交易行为模式而言,二者的表现形式更显趋同。由此可见,股票期权内幕交易,本质上可以视为是股票内幕交易在行为手段上的延伸,可以在一定程度上对股票内幕交易形成替代。以美国市场 2013 年的亨氏内幕交易案为例,行为人在亨氏并购重组信息公布前一天交易日,利用其掌握的内幕信息,投入巨额资金购买大量严重价外的认购期权,内幕信息发布后一天内,其所持有的期权价格上涨了近 2000%。^{〔3〕}

(三)兼有传统期货内幕交易的手法与特性

期货本质是一种标准化的远期合约,并且不存在发行环节,其主要功能在于风险定价和转移。与证券市场不同,期货市场不存在信息披

〔2〕 叶德珠、胡北平:“基于期权平价原理的内幕交易管制设计”,载《广东金融学院学报》2008 年第 2 期。

〔3〕 SEC v. Certain Unknown Traders In The Securities Of H. J. Heinz Company.

露的问题。期货价格等于现货价格与融资成本之和,主要受到供求关系、经济周期、政府政策、政治因素、社会因素、心理因素等几个方面的影响。其中,有关供求关系、经济周期、社会因素、心理因素的信息源较为分散,所有投资者都可以平等获取,并根据其获取的信息及其风险偏好参与期货交易。正是因为信息不对称和风险偏好不同才促使了期货交易的发生和期货市场的功能发挥。但政策、资金、投资者交易动向等信息源较为集中,投资者在此类信息的获取上可能存在机会不平等,从而产生内幕交易。由于期权同时具有期货的性质,《期货交易管理条例》中针对商品期货和金融期货交易规定的内幕信息同样会对股票期权价格产生影响。内幕信息的知情人或者非法获得内幕信息的人可能在监管机构及相关部门制定的政策、期货交易的决定、期货交易所会员的资金和交向及其他重要信息尚未公开前,利用前述信息从事股票期权内幕交易或者向他人泄露内幕信息,使他人利用内幕信息进行股票期权交易。因此,股票期权内幕交易,还兼有期货内幕交易的特性。

(四) 在行为手段和获利模式上更为复杂和隐蔽

由于股票期权同时兼具期货性质,在交易机制和收益原理上与股票现货、期货交易存在较大差异,因此在内幕交易的行为手段和获利模式上,也相应地衍生出很多形态,远比单纯的股票内幕交易和期货内幕交易要复杂和隐蔽,由此也加大了跟踪识别的难度。

从交易方向来看,股票期权有认购、认沽不同的行权方向,因此交易方向更为多样。例如,掌握了利好消息,知情人可以通过买入认购期权或者卖出认沽期权来获利;掌握了利空消息,知情人可以通过买入认沽期权或者卖出认购期权来获利,不能简单地依靠买、卖方向来加以识别和判断。

从交易标的来看,股票期权内幕交易的标的物,可以是基于特定标的股票的若干个合约。通过行权价格、到期日以及行权方向等要素的不同变化组合,同一只标的股票上可以衍生出非常多的期权合约,内幕信息知情人实施内幕交易的标的物选择更为丰富多样。

从交易策略来看,股票期权可以作为投资者风险管理的手段,用于风险对冲、套利、方向性交易和组合策略交易等。内幕信息知情人基于内幕信息,对标的股票价格的未来走势有了十分明确的预期,可以通过

任意搭配标的股票与股票期权的持仓组合,来实现其获利或者止损的投资预期。由于其专业性和复杂性,更加难以被识别和判断。

从获利途径来看,股票期权内幕交易是一种跨市场的内幕交易,既可通过买卖股票期权本身获取权利金的差价在期货市场上获利,也可通过买入股票期权并行权来获取股票现货价格变动带来的收益在现货市场上获利。

二、股票期权内幕交易典型案例的主要类型和监控指标

(一) 股票期权内幕交易的主要类型

由于股票期权内幕交易本质上是股票内幕交易的延伸,因此在主要类型上,可以参照股票期权内幕交易根据内幕交易主体不同对其进行分类。

1. 法定知情人从事的内幕交易

从美国 SEC 公布的涉及股票期权的内幕交易查处案例来看,大部分为公司董、监、高等内部人士利用其地位和职务掌握的并购重组、重大交易合同等内幕信息,建议他人对股票现货和股票期权进行混合操作。对于这一类型的股票期权内幕交易案件,其发现和监控是以特定知情人为中心的,也即对于登记在册的内幕信息知情人,实施重点监控,结合内幕信息的发布时点,来分析其交易行为。

例如,麦肯锡前全球总裁在任职高盛和保洁董事会期间,向一家对冲基金经理泄露高盛和保洁的财务信息,该对冲基金通过购买价外认购期权以及正股等方式,获利或者避免损失 2300 万美元(SEC v. Rajat Gupta and Raj Rajaratnam);^[4]又如,如谷歌所聘请的投资关系公司的职员泄露谷歌的重大交易信息,供对冲基金从事内幕交易,通过买入认购期权并卖出,获利 62 万美元(SEC v. Douglas F. Whitman and Whitman

[4] SEC v. Rajat Gupta and Raj Rajaratnam, Civil Action No. 11 - CV - 7566 (SDNY), <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2011/lr22140.htm>, 2014 年 11 月 7 日访问。

Capital, LLC)。^{5}

2. 推定知情人从事的内幕交易

在美国 SEC 查处的涉及股票期权的内幕交易案例中,也涉及由法定知情人范围以外的行为人实施的内幕交易。在起诉书中,这一类型的内幕交易往往被描述为“高度可疑的暴利交易”,也即行为人对特定股票期权的交易存在明显异常之处,且获取了高额收益,监管机构据此推定行为人获知了内幕信息并进行了交易。对于这一类型的股票期权内幕交易案件,其发现和监控是以异常交易为中心的,也即以重大异常交易为突破口,找出相应的行为人,并推定其知悉内幕信息。

例如,在 2013 年的亨氏内幕交易案中,美国 SEC 结合亨氏股票期权的历史交易情况,从被告进行特定交易的时机、数量和盈利,以及该等账户从未交易过亨氏股票期权的事实,来证明被告的行为“绝对是个高度可疑的赌博行为”,进而推定被告在进行特定交易时应当已知悉关于亨氏并购的重大、未公开信息。又如,在 2012 年的众品公司案中,美国 SEC 起诉 6 位中国公民和其中 1 人开设的空壳公司,利用内幕交易买入众品公司股票和认购期权,获利超过 920 万美元,其识别依据主要是被告此次适时购买众品公司证券的价值等于或超过他们所申报的年收入并且占他们净资产的相当比例,与被告之前的投资习惯与财务状况显著不符(SEC v. Siming Yang, et al.)。^{6}

此外,根据操作手段和获利模式不同,股票期权内幕交易可以分为直接交易和组合策略交易。目前,查处的绝大部分案件中采取的都是较为直接的方式,即掌握了利好信息后买入看涨期权,或者掌握了利空信息后买入看跌期权。例如,某会计师事务所职员利用职务获取公司并购信息,先买入短期内到期的价外看涨期权,并在并购信息公布后卖

{5} SEC v. Douglas F. Whitman and Whitman Capital, LLC, Civil Action 12 - CV - 1055 (SDNY), <http://secsearch.sec.gov/search/docs?utf8=%E2%9C%93&affiliate=secsearch&dc=654&query=%20Douglas+F.+Whitman&commit=Search>, 2014 年 11 月 7 日访问。

{6} Securities and Exchange Commission v. Siming Yang, et al. Civil Action No. 12 CV 02473 (N. D. Ill, filed April 4, 2012), <http://secsearch.sec.gov/search/docs?affiliate=secsearch&commit=Search&dc=654&page=1&query=Siming+Yang&utf8=%E2%9C%93>, 2014 年 11 月 7 日访问。

出这些期权获利(SEC v. Mark A. Konyndyk)^[7];较少看到使用组合策略进行内幕交易的案例,原因可能在于这些行为的隐蔽性更高,很难呈现出明显异常的外部特征,查处起来也就更为困难。

(二) 股票期权内幕交易的监控指标

与股票、期货内幕交易一样,监管部门往往通过关注股票期权在内幕信息公布前后的交易量和价格收益变化来侦测异常交易行为。由于股票期权交易的高度复杂性和隐蔽性,为了有效区分于正常的套利交易和风险对冲交易,监管机构往往聚焦于那些具有明显、重大异常的可疑交易,以提升监管打击的精准度。在判断明显异常交易时,主要从可疑交易的时间吻合程度、交易背离程度和利益关联程度等方面予以认定。

从监控手段来看,内幕交易的发现和查处越来越多地依靠先进的自动监控设备,通过大量的、不同层次的数据比对来实现。就面向整个市场的监测而言,主要通过监测在上市公司重大资产重组、发布定期报告等重大信息前后相应标的股票认购/认沽期权的交易量之比,以及特定行权价格和到期日的认购/认沽期权的交易量及其价格的突然变化等指标,来判断该只股票的股票期权是否出现异常交易;就针对特定账户交易行为的监测而言,主要通过比对该账户交易量占特定期权合约交易总量之比、特定账户投入期权交易的资金量变化及其与该账户持有人自有资产总额之比、特定账户交易行为与其历史交易数据的匹配程度等指标,来判断该账户的特定交易行为是否明显不符合其投资习惯和财务状况,从而推定其利用内幕信息从事了内幕交易。

三、境外主要市场的股票期权内幕交易规制模式

股票期权兼具证券衍生品及期货交易的法律属性,通过个期权实

[7] Securities and Exchange Commission v. Mark A. Konyndyk, Civil Action No. 11 - CV - 02055 (D. D. C.), <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2011/lr22161.htm>, 2014年11月7日访问。

施的内幕交易,可能会受到证券、期货两个市场法律制度的规制。对于证券、期货采取不同立法模式的国家,在股票期权内幕交易的具体规制上存在一些差异,但均不同程度地认可了股票期权与标的股票市场之间的内在联系,将股票期权内幕交易与股票内幕交易监管合并考虑、统筹进行。

(一) 美国

美国实行证券和期货分开立法的模式,股票期权被明确纳入有价证券范畴,由证券法律制度进行规制。《1933年证券法》在第2条对“证券”的定义中,将“与证券、证券存托凭证、一组证券或证券指数有关的任何卖出权、买入权、买卖权、期权或优先权”等证券品种进行了列举。相应地,利用股票市场内幕信息进行股票期权交易,也被纳入证券内幕交易的范畴进行监管,并适用相同的法律条款。美国针对证券内幕交易的监管规范,主要体现在:

1. 《1933年证券法》的17a条款。该条款规定,任何人在州际商业中利用任何交通、通信手段或工具或者利用邮递直接或间接从事下述活动的,均属违法:(1)使用任何手段、计谋或诡计进行欺诈;或(2)通过对重大事实的不实陈述或遗漏陈述时为确保陈述在具体情况下不致误导而必需陈述的重大事实而获取金钱或财产;或(3)参与对购买人形成或可能形成欺诈或欺骗的任何交易、实践或业务流程。

2. 《1934年证券交易法》的10b条款。该条款禁止任何人直接、间接利用任何州际商业手段、工具、利用邮递或者利用全国性证券交易所任何设施,对于买卖于全国性证券交易所注册的任何证券、未进行此等注册的任何证券或者任何以证券为基础的互换协议,违反证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者制定的必要或适当规则和条例,使用或者利用任何操纵、欺诈手段或筹谋。

3. 美国SEC依据法律授权颁布的10(b-5)规则。该规则规定任何人直接、间接使用州际商业方式、工具,或者使用邮递或者全国性证券交易所设施从事以下任何一项活动,均属违法:(1)使用任何手段、骗局或者伎俩进行欺诈;(2)对为使在陈述时的情况下不致误导所需的重大事实作不实陈述,或者遗漏了对此等所需重大事实的陈述;(3)任何构成或者可能构成欺诈、欺骗的证券买卖行为、做法或者业务

经营。同时,该条款第1节、第2节还分别规定了内幕交易案中依据重大非公开信息进行的交易、盗用型内幕交易案中的信任或者保密义务。

4. 设立了专门的期权内幕交易监察机构。为更为有效地监管隐蔽、复杂的期权内幕交易行为,经CBOE联合其他5家期权交易所发起,于2006年专门设立了期权管理监督局(ORSA),其职责是对所有的上市期权产品进行监控,发现个人或者机构是否根据涉及期权产品的未公开信息进行内幕交易。

借助有效的网络程序,期权管理监督局的工作人员负责发现在非公开的公司信息、研究报告、分析师建议、上市公司高管、董事、员工或者是公众投资者制造的流言之前发生的相关交易。由非芝加哥期权交易所成员实施的疑似内幕交易将被提交给美国证监会,芝加哥期权交易所成员实施的内幕交易将被提交给芝加哥期权交易所商业行为委员。期权监督管理局的员工与美国证监会、其他政府机构和国内外交易所保持持续紧密的沟通,以便协调跨市场调查。期权管理监督局的职员在美国证监局和美国检察院提起的诉讼中充当专家证人,提供专家证言。

(二) 香港地区

香港地区实行证券、期货统一立法的模式。对于通过股票期权实施的内幕交易,同样是与标的股票的内幕交易进行合并规制的。《香港证券期货法》在构建内幕交易防范制度的相关条款时,均将上市证券与其衍生工具予以同步列举。

例如,第245条对内幕信息的释义:内幕消息(inside information)就某法团而言,是指符合以下说明的具体消息或数据——(1)关于——①该法团的;②该法团的股东或高级人员的;或③该法团的上市证券或该等证券的衍生工具的。(2)并非普遍为惯常(或相当可能会)进行该法团上市证券交易的人所知,但该等消息或数据如普遍为他们所知,则相当可能会对该等证券的价格造成重大影响。

又如,第249条对上市证券或其衍生工具内幕交易的释义:就第245(2)条及第4分部而言,凡任何人(不论以主事人或代理人身份)售卖、购买、交换或认购任何上市证券或其衍生工具,或与别人协议售卖、购买、交换或认购任何上市证券或其衍生工具,或取得或处置任何上市

证券或其衍生工具的售卖、购买、交换或认购的权利,或与别人协议取得或处置该等权利,则他视为进行上市证券或其衍生工具的交易。

(三) 我国台湾地区

我国台湾地区实行证券、期货分开“立法”模式。根据台湾“期货交易法”第3条的规定,股票期权被纳入期货范畴进行规范。相应地,通过股票期权实施的内幕交易,按照期货内幕交易进行监管。而对于通过现货交易实施的内幕交易,则是通过台湾“证券交易法”予以规范。在期货与现货市场的内幕交易规范中,对于内幕交易知情人范围的规定,是不一致的:在证券市场,内幕交易知情人主要是指与该发行人业务相关之董事、监察人、经理人或受雇人等,而在期货交易中,内幕交易知情人主要包括期货交易所等相关机构或其主管机关等之董事、监察人、经理人或受雇人,并不包括标的证券发行人的受雇人。由此,如果上市证券发行人的受雇人等利用现货市场的内幕信息,从事标的股票的内幕交易,将受到证券法律的规制,但从事标的股票期权的内幕交易,则难以受到监管。

为填补监管漏洞,台湾地区监管机构于2009年发布“行政函释”,明确规定“‘期货交易法’第107条第1项第1款所称‘其他相关机构’,指与期货交易有关之现货相关机构,应包括以股票期货契约与股票选择权契约为标的之证券发行公司”,将股票期权契约与期货契约的标的证券发行公司纳入台湾“期货交易法”第107条“相关机构”范围,进而将标的股票发行人的董监高等内部人纳入了股票期权内幕交易的知情人范围,予以监管。

四、我国股票期权内幕交易的法律规制现状及完善建议

(一) 股票期权内幕交易的法律适用及现实困境

股票期权是基于股票而创设的标准化合约,因而具有期货和证券衍生品的双重属性。《证券法》于2005年修订时,将证券衍生品种纳入调整范围,为股票期权等证券衍生品交易预留了相应制度空间,但尚

未对其作出可操作的具体规定。^[8]《期货交易管理条例》明确将期权合约交易纳入期货交易的具体类型,并较为全面地规定了交易的基本规则及监管要求,是股票期权交易开展的直接法律依据。^[9]

基于股票期权具有期货和证券衍生品的双重属性,《证券法》、《期货交易管理条例》都可能成为规制股票期权内幕交易的法律依据。《证券法》规定,内幕信息为涉及公司经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开信息;证券内幕交易行为包括知情人和非法获得内幕信息的人买卖该公司的证券、泄露该信息及建议他人买卖该证券三种情形。股票期权合约是有证券交易所统一制定的标准化合约,是该公司证券的契约型衍生品,^[10]在当前的立法模式下,难以被归为“该公司的证券”,因而无法对股票期权内幕交易形成有效规制。

《期货交易管理条例》规定,期货内幕信息是指可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息,包括监管机构及相关部门制定的政策、期货交易所的决定、期货交易所会员的资金和交易动向及其他重要信息;期货内幕交易行为包括知情人或者非法获取期货交易内幕信息的人利用内幕信息进行期货交易及向他人泄露内幕信息使他人利用内幕信息进行期货交易两种情形。因此,股票期权内幕交易理论上应当适用《期货交易管理条例》有关内幕交易的规定。

但是,《期货交易管理条例》有关内幕交易的规定主要针对的是目前已经开展的商品期货和金融期货交易制定的,其标的物往往为大宗商品或者股票指数,与股票市场的发行人财务信息等非公开信息缺乏直接的联系。例如,《期货交易管理条例》对于内幕信息的释义为“可

[8] 《证券法》第2条第3款规定:“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。”

[9] 《期货交易管理条例》第2条第2款规定:“本条例所称期货,是指采用公开的集中交易方式或者国务院期货监督管理机构批准的其他方式进行的以期货合约或者期权合约为交易标的的交易活动。”

[10] 全国人大常委会法工委在其编写的《中华人民共和国(证券法)(修订释义)》(2005年版)一书中对证券衍生品种作了明确的解释:“证券衍生品种是原生证券的衍生产品,分为证券型(如认股权证等)和契约型(如股指期货、期权)两大类,具有保值和投机双重功能。”

能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息”，列举了“国务院期货监督管理机构及其他相关部门制定的对期货交易价格可能发生重大影响的政策，期货交易所作出的可能对期货交易价格发生重大影响的决定，期货交易所会员、客户的资金和交易动向”等内幕信息类型，并未涉及未公开的公司信息；对于内幕交易知情人的释义为“是指由于其管理地位、监督地位或者职业地位，或者作为雇员、专业顾问履行职务，能够接触或者获得内幕信息的人员”，列举了“期货交易所的管理人员以及其他由于任职可获取内幕信息的从业人员，国务院期货监督管理机构和其他有关部门的工作人员”，并未涉及公司信息的知情人。

由此，对于主要利用股票市场内幕信息进行跨市场运作的股票期权内幕交易而言，必须使用“国务院期货监督管理机构认定的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息”、“国务院期货监督管理机构规定的其他人员”的兜底规定，才可能将公司信息的知情人利用未公开公司信息买卖股票期权的等行为纳入有效监管。

（二）更广范围的法条梳理与比对

对股票期权内幕交易进行有效规制，还需要从更为完整的视角进行制度检视。《证券法》和《期货交易管理条例》各自构建了证券、期货市场的内幕交易规制制度。此外，《刑法》以及相关刑事司法解释，对证券、期货市场内幕交易刑事案件作了统一规范。下表就相关法律法规中涉及证券、期货内幕交易的规定，从内幕信息范围、内幕交易主体范围、内幕交易行为三项核心要素，以及民事、行政及刑事责任三个角度进行对比梳理：

	《证券法》	《期货交易管理条例》	刑法	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	内幕交易行为认定指引
内幕交易主体	<p>第 73、74 条</p> <p>1. 内幕交易主体为证券内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人。</p> <p>2. 内幕信息的知情人包括发行人的董监高人员、持有公司 5% 以上股份与公司的实际控制人、董监高人员、发行公司控股及其董监高人员、由于获取信息的人员、证券公司人员、证券监管机构人员、证券公司人员、证券交易所人员、证券登记、结算机构人员、证券服务机构人员、国务院证券监督管理机构规定的其他人员。</p>	<p>第 70、82 条</p> <p>1. 内幕信息的知情人或者非法获取期货交易内幕信息的人。</p> <p>2. 内幕信息的知情人员,是指由于其管理地位、监督地位或者职业地位,或者作为雇员、专业顾问履行职务,能够接触或者获得内幕信息的人员,包括期货交易所的管理人以及其他可以获取内幕信息的从业人员,国务院监督管理机构和其他有关部门的工作人员、国务院监督管理机构规定的其他人员。</p>	<p>第 180 条</p> <p>1. 证券、期货交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券、期货交易内幕信息的人员,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券价格有重大影响的信息尚未公开前,买入或者卖出该证券,或者从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,情节严重的,依照本法规定定罪处罚。</p>	<p>第 1、2 条</p> <p>1. 内幕信息的知情人认定从《证券法》、《期货交易管理条例》规定。</p> <p>2. “非法获取证券、期货交易内幕信息的人员”是指:</p> <p>(1) 窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的人员;</p> <p>(2) 在内幕信息敏感期内,从事或者明示、暗示与他人从事,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内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息关系密切的人员,与内幕信息知情人员联络、接触的人员。</p>	<p>第 5、6 条</p> <p>1. 直接或者间接获取内幕信息的人,包括自然人和单位。</p> <p>2. 中国证监会根据授权而规定的其他证券交易内幕信息知情人,包括:发行人、上市公司;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人控制的其他公司及其董事、监事、高级管理人员;上市公司并购重组参与方及其有关人员;因履行工作职责获取内幕信息的人;内幕信息知情人的配偶;内幕信息知情人的父母、子女以及其他因亲属关系获取内幕信息的人;利用骗取、套取、偷听、监听或者私下交易等非法手段获取内幕信息的人;通过其他途径获取内幕信息的人。</p>

续表

	《证券法》	《期货交易管理条例》	刑法	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	内幕交易行为认定指引
内幕信息	第75条 涉及公司的经营、财务或者对该公司的证券价格有重大影响尚未公开的信息,为内幕信息。	第82条 内幕信息,是指可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息,包括:国务院期货监督管理机构及其他相关部门制定的对期货交易可能产生的重大影响所做出的交易价格发生重大影响的决定,交易所会员、客户的资金和交易动向以及国务院期货监督管理机构认定的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息。	第180条 在涉及证券的发行、证券、期货交易或者其他对证券、期货交易价格有重大影响的信息。内幕信息的范围,依照法律、行政法规的规定确定。		第7、8、9、10条 内幕信息,是指证券交易活动中,涉及公司的经营、财务或者对公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。

续表

	《证券法》	《期货交易管理条例》	刑法	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	内幕交易行为认定指引
内幕交易行为	第76条 在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券。	第70条 在对期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前,利用内幕信息从事期货交易,或者向他人泄露内幕信息,使他人利用内幕信息进行期货交易的。	第180条 在信息尚未公开前,买入或者卖出该证券,或者从事与该内幕信息有关的期货交易,或者泄露该信息。		第12、13、14、15、16、17、18条 行为人在内幕信息的价格敏感期内买卖相关证券,或者建议他人买卖相关证券,或者泄露该信息。
民事法律责任	第76条 内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。	无			
行政法律责任	第202条 责令依法没收违法所得。	第70条 没收违法所得。			
刑事法律责任			第180条 有期徒刑 拘役罚金。		

通过上表的比对,可以发现对于股票期权内幕交易,仍缺乏有针对性的法律规制,主要包括以下几个方面:

1. 立法模式问题。从现行规定以及立法计划来看,我国倾向于实行证券、期货分开立法模式。股票期权兼具证券衍生品种及期货交易的双重属性,从而也面临着法律适用上的困惑。在证券、期货分开立法的理念下,股票期权内幕交易究竟纳入哪个市场的法律体系下进行规范,需要形成确定的共识。

2. 监管真空问题。从现有法律法规的具体规定来看,由于证券、期货市场对于内幕信息范围、内幕交易主体以及内幕交易行为上的规定,均着眼于单市场的交易活动,对于通过股票期权交易实施的跨市场内幕交易,尚缺乏针对性规定,如果制度层面不予以跟进,则容易产生监管漏洞。如果证券市场的知情人利用证券市场的内幕信息从事股票期权交易,需要证监会依据现行法律法规的授权条款,作出有针对性的具体规定,否则就可能无法受到《证券法》或者《期货交易管理条例》的监管,从而面临监管真空。

3. 民事救济的法律路径安排。对于内幕交易的民事救济,目前仅有《证券法》作出了原则性规定。该法第76条规定,“内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”,但对于受害人范围、损失计算等方面并无规定。《期货交易管理条例》因属法规层级,因此无法涉及对于内幕交易民事责任的规定。实践中,尽管刑事司法解释已经作出统一规定,但涉及证券、期货内幕交易民事诉讼的司法解释迟迟未能出台。现货市场内幕信息知情人利用内幕信息从事的股票期权交易,可能同时侵害证券、期货两个市场的正常秩序,进而损害两个市场相关交易主体的合法权益。在关于股票期权内幕交易规制的立法模式尚未明确的情况下,股票期权内幕交易民事救济之法律路径,需要作出相应安排。

(三) 股票期权内幕交易法律规制的完善建议

基于我国目前的立法实践,参考国外立法经验,为有效规制股票期权内幕交易,可从以下几个方面构建和完善相应的制度规范:

1. 明确股票期权内幕交易的法律规制模式

基于股票期权与标的股票之间的衍生关系,以及股票期权内幕交易与股票内幕交易在内幕信息知情人、内幕信息上的重合,建议可优先考虑将股票期权内幕交易与股票内幕交易进行合并规制,即在《证券法》

关于证券内幕交易的条文中,将“买卖该证券”的表述修改为“买卖该证券或其衍生产品”。由此,股票期权内幕交易将明确适用《证券法》上关于内幕交易及相应民事、行政法律责任的规定,从而有效地增强股票期权内幕交易规则的针对性。

如果最终将股票期权内幕交易纳入期货市场内幕交易的规制范畴,则建议借鉴我国台湾地区市场的立法技术,在《期货交易条例》或制定中的《期货法》中,对于以证券或者证券指数为标的的资产的期货合约、期权合约,将相关内幕信息的知情人以及内幕信息作出扩大规定,涵盖《证券法》中规定的内幕信息知情人以及内幕信息。此外,还有必要在《证券法》中将利用股票期权市场内幕信息从事相关标的物交易的行为,纳入到内幕交易的监管范畴,以防范反向跨市场内幕交易。

考虑到法律法规制定和修改的周期较长、出台时间难以确定,为保障股票期权的顺利推出,当前较为可行和简便的办法,是由证监会基于《期货交易管理条例》授权,在即将出台的股票期权专门规章中,对股票期权内幕交易作出特别规定,在内幕信息、知情人范围上,涵盖《证券法》以及《期货交易管理条例》中规定的内幕信息及知情人范围;在行为模式上,包括利用股票期权市场内幕信息从事股票期权交易、利用标的物市场内幕信息及其他非公开信息从事股票期权交易、利用股票期权市场内幕信息从事相关标的物交易,以及向他人泄露上述信息、使他人利用上述信息从事股票期权或者相关标的物交易等情形。

2. 完善内幕交易民事责任制度,建立内幕交易辩方举证制度

如前所述,应当尽快完善内幕交易民事责任制度,对于受害人范围、损失计算等方面作出具体规定。同时,鉴于通过股票期权实施的内幕交易将进一步凸显内幕交易高度隐蔽性、复杂性和查证难的顽疾,为增强对内幕交易尤其是股票期权内幕交易的打击效果,有必要对内幕交易的举证责任实行倒置,即由现行的控方举证改为辩方举证。例如,对于具有“高度可疑”外部特征的异常交易,可以推定相关行为人知悉内幕交易并据此实施了内幕交易。除增强威慑力、提升监管效果之外,此举还有利于鼓舞投资者的信心,促进内幕交易证券民事赔偿制度的建立,更好地维护投资者的合法权益。

在具体实现路径上,可在《证券法》修订或者《期货法》立法时就此

专门作出规定,或者将内幕交易侵权行为明确纳入《侵权责任法》中特殊侵权行为的范畴,适用特殊侵权行为的举证责任倒置规则。此外,可考虑在《证券法》修订和《期货法》制定中,明确行为人利用现货市场内幕信息、通过股票期权交易实施内幕交易的,现货市场和期货市场中受到损害的投资者均可以向人民法院提起诉讼。

3. 逐步建立有针对性的监控指标和手段

相比股票内幕交易,股票期权内幕交易在行为手段和获利模式上具有一定的特殊性和差异性,有必要借鉴境外成熟市场经验,制定股票期权异常交易行为的监控指标体系,细化股票期权内幕交易行为立案标准,建立先进的数据监控系统。同时,建立股票和期权市场的监管联动机制,有效防控和打击利用股票期权实施的内幕交易行为。