

证券交易法律制度完善研究

清华大学课题组*

摘要:现行《证券法》颁布于2005年10月27日,距今已有八年时间。八年来,中国的资本市场发生了较大变化,各类金融产品、金融创新不断涌现,多层次资本市场建设已作为一个重要命题被提上国家经济建设的议事日程。^[1]对此,八年前的《证券法》文本显然已较难回应现实,其中“证券交易”一章的条文则难以统摄现实中诸多的交易形态及上市、信息披露、违法行为等问题,亟待从“顶层设计”的角度加以修改与重构。在中国证监会推动修改《证券法》之际,^[2]本文针对现行《证券法》第三章“证券交易”进行了研究,并提出修法建议。

关键词:交易 信息披露 禁止的交易行为

* 课题组负责人为清华大学王保树教授、朱慈蕴教授,课题组成员包括汤欣、秦子甲、张开平、陈实、朱大明、武俊桥、肖炯。

[1] 参见国务院于2013年7月5日下发的《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》(国办发[2013]67号)第七点“加快发展多层次资本市场”。

[2] “证监会:已正式向全国人大建议修订《证券法》”,载《证券日报》2013年8月3日, <http://stock.hexun.com/2013-08-03/156761405.html>, 2013年8月25日访问。

一、重构证券交易概念体系

(一) 背景

1. 当下中国证券市场概览

结合境外立法经验与境内金融产品的发展,现行《证券法》上“证券”的概念应当拓展。^[3] 根据拓展后的“证券”定义,可以发现目前中国已有多种样态的证券市场,包括但不限于:(1)股票市场,包括A股和B股,A股中包括沪深交易所的主板市场、深交所的中小板、创业板市场。另外,全国中小股份转让系统(下称新三板)以及在各地股权交易中心挂牌的股份有限公司股份市场,也属于股票市场;(2)债券市场;(3)基金份额市场;(4)证券衍生品市场,包括股指期货、国债期货及未来可能推出的个股期权、股指期权等市场;(5)证券借贷市场,目前由中国证券金融股份有限公司作为集中交易对手方的转融券市场;(6)柜台市场,即在各证券公司设立的“柜台”上交易有关证券构成的市场;(7)其他证券市场,即指“证券”概念拓展后,其他证券及其衍生品(如可转债、信托受益凭证、资产支持凭证ABS等)交易所构成的市场。

我们认为,在大陆法系民商法讲求形式理性概念体系的方法论下,^[4]在《证券法》范畴内,所谓“证券交易”,理应涵盖上述各个市场中“证券”的“交易”活动。因此,有必要厘清现有证券市场上一些概念之间的逻辑关系,即重构证券交易概念体系,从而确立有更好包容性的、适合多层次资本市场的证券交易制度。

[3] 本文所称“证券交易”之“证券”,其外延包括股票、债券、证券投资基金份额、集合投资计划份额、信托受益凭证以及其他任何具有风险性、收益性并能够转让的、记载持有人投资权益的凭证。证券凭证可以电子信息方式记载与保存。鉴于本课题的研究范围,我们总体上采纳上述证券及其衍生品的定义并接受证券的无纸化,对此不做论证。同时,考虑到证券衍生品,包括但不限于证券期货(如股指期货、国债期货)、证券期权等,在风险性、收益性、可转让等方面与证券类似,因此可以一并纳入考虑。

[4] 参见李永军:《民法总论》,法律出版社2006年版,第23~25页。

2. 无纸化证券与信息化发展

自我国1990年设立证券交易所起,股票交易即采用了“无纸化”形态。随着信息技术的发展,目前上述证券市场中的证券,基本已采用“无纸化”形式。无纸化证券对于证券权利的变动和登记、证券担保等制度均会形成新的问题。^[5] 本文认为,无纸化证券给证券交易带来了两个方面的重要影响:

一是电子交易系统变得更为重要。因为证券是以电子形式记载和表征的,信息技术带来的互联网络又如此发达,交易无须再集中在一个固定的物理场所进行。交易在某种程度上就是电子信息在一个集中系统内的信息处理和数据交换。新的《证券法》需要回应这样一个社会变迁的现实。从境外立法经验看,^[6]也开始更关注“交易系统”概念。

二是证券存管无须再强调由集中带来的效率。在证券无纸化环境下,客观上已无券可存。那么,如果客户的证券账户在各证券公司开立,证券公司是否可以有更多的金融创新?证券类资产的流动性是否可进一步增加从而提升资产的使用效率?这些问题应被提上日程。美国、英国、澳大利亚、日本、韩国、中国香港、中国台湾的投资者均可将证券存放在证券中介机构,这是国际上证券市场证券存管模式的主流方向。发达证券市场的国家和地区,基本实行了证券间接持有模式,^[7]对此我国也不妨借鉴。

[5] 参见王利明:“《物权法》与证券无纸化”,载《证券法苑》(第四卷),法律出版社2011年版。

[6] 欧盟的《金融商品市场指令》(The Markets in Financial Instruments Directive)中,就已明确地出现了“多方交易设施”(Multilateral trading facility)和“有组织的交易设施”(organized trading facility)的概念,而且其对“受监管市场”的定义(regulated market)也是从系统(system)角度入手的。《金融商品市场指令》(MiFID)第4条定义第14款规定,受规制市场(regulated market)是指由一个市场运营者经营或管理的多方系统,使得多数第三方可以通过这个系统集中买卖金融商品之上的利益并形成合约等。第15款规定多边交易系统(multilateral trading facility)是指一个由投资银行(investment firm)或市场运营者经营的多方系统,使得多数第三方可以通过这个系统集中买卖金融商品之上的利益并形成合约等。

[7] 参见李宇白:“证券市场资产存管与结算模式研究”,西南财经大学金融学博士学位论文,第61~64页。

(二) 相关概念的厘清

1. 证券交易、证券买卖、证券借贷和证券担保

证券交易的具体形态在民商法学理论上,可以包括证券买卖、证券借贷和证券担保三种。交易,是指买卖或商品交换的活动。^[8] 买卖是所有权的让渡,^[9]但在现代市场经济语境下,商品“交换”该如何理解,应有新的思考。

从民法的基本法律关系上看,民事权利分为财产权和非财产权。对于财产权而言,物是一切财产关系最基本的要素,^[10]首要的是所有权,它完整地包含了占有、使用、收益、处分四项权能。^[11] 另外还有用益物权和担保物权。从物的价值来看,可分为使用价值与交换价值,^[12]用益物权(以使用权为核心)着眼于物的使用价值,担保物权支配了物的交换价值,它们与所有权一起构成了物权的基本体系。^[13] 因此,现代社会中的商品交换,可以从“双方约定以一定对价取得物权的变动”或“权利的变动”这个角度来理解:一方愿意以对价交换商品的某方面价值(所有权是全部价值,使用权是使用价值,担保物权是交换价值),另一方愿意转让商品的某方面价值或权利以取得对价——买卖即为商品所有权与对价的交换,借贷主要为商品使用价值与对价的交换,^[14]担保则是商品交换价值与对价的交换,^[15]这些交换均构成了“交易”。

因此,在我国已出现证券借贷、证券担保等现象后,应该在《证券法》上把证券交易的概念加以拓展,这在规范意义上有利于对证券交

[8] 《现代汉语学习词典》,商务印书馆2010年版,第612页。

[9] 参见《中华人民共和国合同法》第130条。

[10] 参见梁慧星:《民法总论》,法律出版社2007年版,第72、145页。

[11] 参见王利明:《物权法教程》,中国政法大学出版社2003年版,第123页。

[12] “应当注意,价值一词有两种不同的意义。它有时表示特定物品的效用,有时又表示由于占有某物而取得的对他种货物的购买力。前者可叫做使用价值,后者可叫做交换价值。”参见[英]亚当·斯密:《国富论》,陈建平编译,中国商业出版社2009年版,第8页。

[13] 参见王利明:《物权法教程》,中国政法大学出版社2003年版,第227页、323页。

[14] 即便是种类物,如货币、证券,适用“占有即所有”原则,但其占有、所有的目的也是使用。

[15] 因此,担保公司才有其存在的价值和营利的可能。

易进行统一规制。

2. 证券回购和证券借贷

证券回购交易在法理上不是一种独立的交易形态。“证券回购”可以从两个角度去理解。

第一,证券“回购”是一个行为,它包括了以融资为目的的出售证券,然后再买回证券共两个买卖交易;而证券借贷是消费信贷,^[16]这两者的区别在于对价和效果。回购的法律关系本质上是买卖,出售方交换得到的对价是证券的全部价值(如市值)并产生融资效果。借贷的出借人在意思表示上没有要让渡证券所有权的意思,因此出借方不能立刻得到出借证券的全部价值,只能到期后得到出借利息作为对价。当然,为了控制信用风险,出借方可要求借入方提供担保物,但该担保物可能是另一种证券或其他资产了(不一定是现金),^[17]因此借贷一般不产生融资效果。

第二,“证券回购”是一个合约,是规定回购双方一方先行卖出证券,并在一定期限以后有义务以一定价格再买入证券的合约,该合约把两个证券买卖合同中的权利义务绑定,因此可视为是这只证券的衍生品,它内含两个法律关系,但证券借贷只有一个法律关系。

3. 证券衍生品语境下的交易和交割

紧接着前文“证券回购”概念,在出现证券衍生品后,对于衍生品的“交易”,还应与“交割”概念有所区分。仍以“证券回购”为例,该回购合约本身有一个价格,即回购利率。比如在证券价格静态不变的情形下,A以100元把证券出售给B,约定一个月后以110元回购,回购利率即为10%。假设B把这个回购合约转让给C(假定C已持有该证券),实质是B把证券回售给A的义务进行了转让,那么C为取得该合约就要向B支付10元对价,这就是回购合约的交易,10元为合约的交易价格。但在该合约内部,实际存在两次证券买卖(A卖给B,再向B

[16] 即出借后证券发生过户,借入人借入证券后“占有即所有证券”并到期返还。参见张悦、廖娟:“关于融资融券、转融通和证券借贷的比较与思考”,载《金融理论与实践》2013年第3期。

[17] 也可参见向立力、王鑫:“证券借贷交易制度的法律分析、制度构建和风险防范”,载《金融与经济》2011年11月,第86页。

或C 买回),为了与回购合约交易相区分,在此语境下,本文认为这两个买卖被理解为“交割”更妥当。就上例而言,100元和110元为证券交割价格,10元为证券衍生品的交易价格。

上述区分的目的在于,如果《证券法》开始规制证券衍生品交易,规制内容必须注意与衍生品内部基础资产交割相区别,不应混淆。

4. 场内交易、场外交易和交易系统

传统上,证券交易有场内和场外之分。^[18] 场内交易,一般是证券交易所组织的、集中竞价交易市场,也被称为“指令驱动交易”;场外交易是证券交易所以外的非集中的交易市场,采取报价驱动的议价交易。^[19] 但上述二分法与现实并不一致。比如我国证券交易所内的大宗交易、银行间债券市场的债券交易都是在有组织的场内完成,却没有采取集中竞价交易模式,相反采用了“一对多”及最终“一对一”的场外议价模式。

如前文所述,在无纸化证券和信息化时代的背景下,区分场内外已意义不大。对于无纸化证券,无论场内还是场外,无论哪一个层次的资本市场,交易的询价、报价、成交等信息处理都更依赖于信息技术系统。因此,淡化“场内”、“场外”概念的现实条件已经成熟。监管部门只要通过对交易系统加以规制,把体现不同资本市场特点的规定转化为信息技术参数在交易系统进行设定,就可以从宏观上对该系统内的证券交易活动进行监管。如果存在非法的或未被监管机关肯定的交易系统,其背后一定有一个非法的(至少也是灰色的)交易市场或交易形式。以交易系统为抓手打击非法证券或其衍生品交易活动,会事半功倍。

但要指出的是,《证券法》对证券交易系统的监管,应注意与地方股权交易中心系统进行区分。从公司法角度,有限责任公司仅存在股权。因此,地方股权交易中心挂牌转让有限责任公司股权的行为不属于证券交易。但“证券”概念拓广后,地方股权交易中心系统如同时进

[18] 参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2005年版,第170页。

[19] 参见刘道远:“多层次资本市场改革语境下证券交易制度研究”,载《法学论坛》2010年第1期。

行证券交易,则证券交易部分应受《证券法》规制。

5. 证券交易和证券转让

证券买卖、借贷、担保在民商法上都是合同行为,包含着交易双方的意思表示一致。现实中,除了这种双方法律行为外,还有单方法律行为,比如证券的遗产继承、司法强制执行等。这种单方法律行为发生后的证券过户,只能称为证券转让,而不是证券交易。因此,转让是交易的上位概念。

6. 关于证券担保中的担保物财产属性

在融资融券、转融通以及证券借贷中,均有证券担保这种交易形态出现,涉及证券形式的担保物。国务院于2008年颁布的《证券公司监督管理条例》把融资融券业务涉及的担保物界定为信托财产;中国证监会颁布的《证券公司融资融券业务管理办法》和《转融通业务监督管理试行办法》依照国务院行政法规对此作了相同的规定,^[20]但学界对此有不同认识。^[21]

考虑到让与担保在中国民商事法律的实在体系中付之阙如,且让与担保制度的合理性、对现有法律体系的冲击性还需大量论证,^[22]在《证券法》的实在法条文中不宜出现“让与担保”表述,该概念可作为学理探讨。相应地,把证券类担保物确定为信托财产更为妥当。^[23]一方面,信托财产以其特有的独立性保证了该担保物的所有权不会完全转

[20] 参见《证券公司监督管理条例》第53条、《证券公司融资融券业务管理办法》第13条、《转融通业务监督管理试行办法》第21条。

[21] 例如,邱永红:“我国融资融券担保制度的法律困境及解决思路”,载《证券市场导报》2007年第3期;何艳春:“证券公司融资融券业务债权担保的法律分析”,载《证券市场导报》2008年第9期;楼建波:“化解我国融资融券交易担保困境的路径选择”,载《法学》2008年第11期;廖焕国:“论我国融资融券交易担保机制的法律构造——以最高额质押为视点的框架分析”,载《法律科学》2009年第5期;等等。

[22] 参见王利明:“抵押权的若干问题研究”,载《民商法研究》(第5辑),法律出版社2001年版,第145页;中国政法大学物权立法课题组:“关于《民法草案·物权法编》制定若干问题的意见”,载《政法论坛》2003年第1期,第59页;王闯:《让与担保法律制度研究》,法律出版社2000年版,第29~39页;王卫国、王坤:“让与担保在我国物权法中的地位”,载《现代法学》2004年第5期,第3页;宋刚:《信托财产独立性及其担保功能》,北京师范大学出版社2012年版,第176~184页;李开国:“关于我国物权法体系结构的思考”,载《现代法学》2002年第4期。

[23] 参见张悦、陈小宝:“融资融券交易法律关系分析”,载《金融与经济》2012年7月。

移到债权人手中,符合作为担保的本质,也起到了债权人破产后的财产隔离效果,保护了债务人对担保物的所有权;另一方面,债权人作为受托人又可以在信用交易发生后实际控制担保物,在需要控制信用风险强制处分担保物时,无须取得债务人同意(债务人一般也不会同意),可直接、及时地依照事先的约定加以处分。该信托财产的法律属性如果在《证券法》层面加以明确,把行政法规中的定性升格为法律规范,有利于证券类担保物基于信托财产属性适用相应的使用和处分规则,使交易中沉淀的担保物财产被充分利用,盘活资产存量,提升资产效率。

(三) 证券交易的主体与客体

1. 主体——投资者适当性保护制度

本文认为,需要在《证券法》中规定投资者适当性保护制度。有如下几点考虑:

第一,从逻辑完整性上看,对证券交易的规制有必要考虑作为主体的投资者。

第二,从私权保护上看,剥夺特定投资者的交易权利需要有法律基础。现代证券交易及证券衍生品交易风险较大,投资专业性强,而每个人的知识、能力、财力不尽一致,不可能适应每一项证券及其衍生品交易。因此,为了对投资者进行适当保护,需要限定特定投资者的交易权利,但这种限定属于国家公权力对私权(投资权利,也可认为是使财产增值的权利)的强制限制,这种对民事权利的限制应通过法律加以规定。

第三,在规定投资者适当性的时候,从正面表述“投资者从事证券及其衍生品交易应符合相应的适当性标准”更为合适,而不要把“买者自负”写入《证券法》。一是明示“买者自负”所需要的配套条件我国可能暂不具备。比如,在境外成熟资本市场,自负风险的投资者可对此提起集团诉讼,获得巨额赔偿^[24]等。二是“买者自负”所需的信息完全对等条件可能难以具备。在证券市场实践中机构投资者往往比中小投资

[24] 参见“尽快补上‘买者自负’漏洞”,载 <http://finance.ifeng.com/roll/20120730/6837404.shtml>,2013年7月25日访问。

者掌握更全面信息,简单规定“买者自负”,可能在机构投资者与中小投资者间会造成新的不公平。三是境外立法一般更倾向侧重对投资者权益的保护。^[25]

第四,除了从投资者角度规定适当性标准外,还应从证券公司等金融机构角度,规定其不得劝诱或变相劝诱的义务,从而确立投资者对违法证券公司等金融机构要求救济的请求权基础。

2. 客体——已依法发行或挂牌

证券交易的客体,可表述为“已依法发行或挂牌的证券”。通过强调“依法发行或挂牌”,可表明“证券交易”概念不包括证券一级市场,而仅限于二级市场。所增加的“挂牌”概念拓宽了证券交易的客体范围,使得新三板、柜台市场等多层次资本市场的证券交易均可被纳入进来,满足《证券法》适用于多层次资本市场证券交易的要求。

(四) 证券交易的含义

在证券概念的外延拓展后,现实中的证券交易种类很多,证券交易的场所与层次也很多。对“证券交易”下一个定义可以起到事半功倍的统摄效果。本文认为:证券交易是指,《证券法》规定的适当投资者通过合法的交易系统进行的证券及其衍生品的买卖、借贷和担保。依法交易的证券,必须是依法发行或挂牌的证券。依法交易的证券衍生品种,必须经过国务院证券监督管理机构或其授权的机构批准。证券及其衍生品可以通过非交易的方式依法转让。

上述定义及相关规定,基本可以涵盖多层次资本市场中的各种交易,包括:(1)不特定多数投资者之间以指令为驱动的公开、集中、竞价

[25] (1)美国FINRA综合规制手册(The Consolidated FINRA Rule Book)2090条规则“了解你的客户”规定,每个会员都要对每个账户的开立与维护负勤勉责任,持续了解每个客户以及客户授权的重要事实。根据本条的目标,对于“了解客户”必要的事实是指与(a)有效服务客户账户(b)对账户操作的特定指示相关(c)与了解客户对每一员工的授权相关(d)与遵守适用法律,法规,规则相关的事实。”(2)欧盟《金融工具市场指令》(MiFID)第19条及其执行指令(2006/73/EC)。(3)日本《金融商品交易法》第40条规定,金融商品业务员不能向其客户推荐不适合其知识、经验、财产状况、交易目的金融商品,从而导致其利益受损。金融商品业务员在业务发展过程中应采取适当措施确保客户信息得到适当处理,以免业务运作影响公众利益和投资者利益。

交易,即目前证券交易所内的一般股票买卖、场内基金份额买卖,未来新三板、柜台市场如条件成熟也可以开展这样的竞价交易;(2)特定主体与不特定多数投资者之间或特定主体之间以报价为驱动的议价交易,包括目前证券交易所内的大宗交易、银行间债券市场的债券交易、证券金融公司的转融通交易以及协议转让^[26]等;未来新三板、柜台市场如采取做市商制度,也属于这一类交易类型;(3)以证券为标的物的担保。另外,证券还可以通过继承、司法强制执行等非交易的特定方式进行转让。

二、放开证券从业人员买卖股票的限制

(一) 现行《证券法》规定不尽合理

一是直接规定证券从业人员禁止买卖股票过于刚性,与境外实践迥异。首先,大多数证券从业人员买卖股票通常可通过借用他人账户进行,很难被发现,也很难举证查处,使得上述禁止规定不具操作性,也有损法律本身的严肃性。其次,证券从业人员接近资本市场,具有证券投资的专业优势,只要不存在操纵市场、内幕交易等违法情形,其买卖股票可以促进资本市场繁荣。最后,境外实践中一般也不是完全禁止。

二是禁止交易的客体仅限于股票过于狭窄,交易一些股权性质的证券,比如权证,其影响与交易股票类似,应该一并加以规定。

(二) 境外实践与法律修改

在美国,1933年《证券法》和1934年《证券交易法》并未明确禁止证券公司员工买卖证券。《证券交易法》第15条要求经纪—交易商应制定、执行合理的书面政策和程序,以防止员工滥用重大非公开信息。对证券公司员工买卖证券的行为,NASD制定了专门的规则3040——《关联人私人证券交易规则》予以规制,规定了证券从业人员买卖股票

[26] 协议转让的法律关系本质是证券买卖,是双方法律行为;只不过它不通过证券交易所集中竞价交易系统完成;但在无纸化证券条件下,也必然会通过其他交易系统完成。通过成交申报达成的大宗交易其实就是一种协议转让。因此,本文对证券交易所下的定义,可以包括协议转让这种证券交易形态。

开户通知规则,下单审批规则,执行会员对会员员工账户交易的合理审慎(reasonable diligence)义务,并规定了违反3040规则的法律法律责任等。^[27]对于美国SEC的员工而言,也没有明确禁止其进行股票交易,但需要报告。SEC执法关注的重点是内幕交易,而不是一概禁止股票交易。^[28]英国规制证券从业人员买卖证券的法律框架主要可以归结为:以古老的信托法理念为基础,以自律为基本内容,法律制裁方式主要限于事后惩罚。我国香港特别行政区《证券及期货条例》对此也没有明文禁止,而是授权给每个从业人员的行业协会或者其公司自行制定有关内部政策,但是《证券及期货条例》禁止一切内幕交易行为,并规定了严格的法律责任。内幕交易规则在很大程度上构成对从业人员买卖股票的限制和监管基础。^[29]

综上,同时结合《证券投资基金法》第18条的规定,本文认为可以废止对证券从业人员买卖股票的禁止性规定,改为合规申报。其中,证券公司等金融机构、证券交易所、证券登记结算机构、证券金融公司、证券相关行业协会、证券服务机构,将证券从业人员证券投资申报、登记、审查、处置等管理制度报国务院证券监督管理机构备案;而国务院证券监督管理机构本身而言,则应公布其相应制度。

另外,还有两处考虑如下:

一是对于申报主体,本文认为应限于证券公司从业人员及其配偶。

[27] 参见王银凤、刘和平:“美国证券公司员工买卖证券的规制及启示”,载《证券市场导报》2012年第1期,第43页。

[28] 美国证券交易委员会(简称SEC)对该机构员工的股票交易活动制定了严格的新规定,此前SEC两名资深律师因股票交易活动遭调查。新规定将首次禁止SEC员工交易那些在SEC调查范围内公司的股票,无论员工对这些调查有无了解。该规定还要求员工的经纪人向SEC提供交易报告,从而使SEC的职业操守监管官员得以证实员工自己的报告是否属实。SEC负责调查的最高官员本月初在一份50页的报告中公布了两位律师的交易,并将这两位律师交由司法部门人员进行进一步调查。这两名律师尚未遭到任何罪行的起诉,他们也否认有任何不当行为。报告显示,两人基本遵守了SEC的现有规定,但没有报告某些交易。SEC负责调查的最高官员称这些规定含混不清且不够充分。参见“SEC对员工交易股票制定新禁令”,载《华尔街日报》(中文版),<http://www.cn.wsj.com/gb/20090525/bus100918.asp?source=newsroll>,2013年7月28日访问。

[29] 参见郭文英、丁海筠:“中外证券从业人员买卖股票制度之比较研究”,载《环球法律评论》2012年第3期。

配偶是婚姻法上的夫妻关系,民法对财产的定性往往为共同共有,申报主体包括配偶应无异议。但《证券投资基金法》第18条规定的“利害关系人”概念,内涵过于模糊,在适用上容易产生歧义。即便执法部门将利害关系人界定为父母等直系亲属也并无必要。监管部门的执法重心应该是打击操纵市场、内幕交易等非法行为。对于申报而言,限于证券从业人员本人及其配偶足矣。二是考虑到证券含义范围的扩大,可以将申报的客体包括股权性质证券。

三、关于短线交易的规制

(一)“持有”的标准

现有《证券法》条文仅规定了“持有”,但没有明确是“名义持有”还是“实际持有”。实践中,由子公司或近亲属等关联人联合持有超过5%股份进行短线交易、企图规避法律规定的案件时有发生。

本文认为,应该将“持有”界定为“实际持有”。这主要基于以下四点考虑。

第一,从立法本意和充分保护投资者合法权益来看,应采用“实际持有”标准。立法本意上,将持股较大的股东、董事、监事、高级管理人员列入短线交易主体范围,主要是他们作为公司内部人比一般投资者更容易获得内幕信息,通过市场买卖股票以获得利益。因此,如果不采用合并计算的方式,则我国禁止“短线交易”的条文将形同虚设。

第二,从境外成熟市场相关立法来看,大都采用了“实际持有”标准,如美国、日本、韩国和我国台湾地区等。

第三,从国内目前已有的司法和监管案例来看,“实际持有”标准亦得到认可。例如,南宁糖业案与四川圣达案,南宁市中级人民法院与中国证监会均已采取“实际持有”的认定标准。^[30]

第四,采用“实际持有”标准可与《证券法》、《上市公司收购管理办

[30] 参见邱永红:“规制证券短线交易法律制度的现存问题与对策”,载《证券市场导报》2011年第1期。

法》有关权益披露计算口径保持一致。现行《证券法》第86条对涉及公司收购的行为作出了如下规定:所谓持股5%,是指投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一家上市公司已发行的股份达到5%时;《上市公司收购管理办法》也做了类似规定。

(二) 短线交易主体的认定标准

现行《证券法》条文对短线交易的主体认定不甚清晰,是要求买入和卖出两个时点均需符合公司内部人身份,还是在买入或者卖出只要一个时点符合即可,没有明确的规定。

美国对短线交易的主体采行了“折中说”标准,^[31]即对于公司董事、监事、高级管理人员只要买入或卖出任一个时点符合公司内部人身份即可,对于持有公司一定份额的股东则要求买入且卖出时点均符合公司内部人要求。^[32]在我国第一例通过司法途径解决的短线交易案例——华夏建通案中,上海市卢湾区人民法院在一审判决书中确立了股东身份“两端说”标准。

本文认为,短线交易归入权制度设计的初衷是为了防止内幕交易,对于上市公司董事、监事、高管人员,应当提出比相关股东更高的要求。因此,“折中说”标准是合适的。

[31] 参见邱永红:“规制证券短线交易法律制度的现存问题与对策”,载《证券市场导报》2011年第1期。

[32] 美国《1934年证券交易法》第16节b款规定,为防止受益所有人、董事或高级管理人员因与发行人之间的密切关系而获得消息且为不正当之使用,如受益所有人、董事或高级管理人员于未满6个月之期间内,对发行人之股权证券(豁免证券除外)或者基于证券性质的互换,买进后再行卖出,或卖出后再行买进,除该证券之取得系为忠实履行前已签订合同义务者外,不论受益所有人、董事或高级管理人员买卖证券时,是否有意将证券继续持有超过6个月以上,或无意在6个月期间内再行买入其已出售之证券,其因此获得之利益应归于发行人,并由发行人向其请求。本节对于不符合买入时点和卖出时点均持有公司证券、证券互换协议或证券性质互换的受益人,或者依美国证券交易委员会制定的规则予以豁免的受益所有人、董事或高级管理人员所进行的交易不予适用。上述例外规定说明,股东(公司证券受益人)对于短线交易,需要在买入和卖出时点都具备相应身份。

四、信息披露制度研究

(一) 信息披露制度完善的方向

1. 背景——对于信息披露制度的反思

信息披露制度是证券法的基石。因此,如何完善信息披露制度也是各国证券法制共同关注的重要问题。受2002年安然事件的影响,美国、日本等先进国家以大量增加披露内容为方向不断地努力去完善信息披露制度。^[33]但2011年出现的日本奥林巴斯事件再次震惊了全球,因为其出现的问题几乎与安然事件相同,同样还是财务会计报表造假。^[34]十余年不断地努力去构筑的信息披露制度,似乎并没有发挥出应有的功能。因此,证券法中关于信息披露制度完善的方向不断受到质疑,也引发了学界对信息披露制度的反省与思考。

信息披露制度的建立与实施具有两面性,一方面有利于监管、同时也有利于投资者保护(由于实现了信息对称);另一方面,信息披露制度也存在增加披露义务人的经济负担、企业追求短期利好消息的驱动(以支撑股价)、不利于企业长期发展等弊端。因此,信息披露制度构建的难点在于不能一味要求增加披露义务人的义务,而必须要在追求时效性的前提下,寻求上述信息披露制度利弊双面性之间的平衡点。

2. 重构信息披露制度的理念

关于如何完善信息披露制度,可以从两方面进行思考。

第一个方面是健全信息披露机制,包括完善披露机制和健全披露内容。前者强调信息披露程序,后者强调信息披露的实体内容。

第二个方面是完善信息披露制度的保障措施(完善责任追究机制),包括通过行政性手段进行保障和通过民事手段进行保障。前者强调监管机关的监管与处罚,后者注重受害人利益的民事救济。

[33] 参见[日]河本一郎、大武泰南:《金融商品交易法读本》,有斐阁2008年版,第111页。

[34] 关于奥林巴斯事件的中文介绍,参见吴祺:“日本奥林巴斯会计作假事件——兼论资本市场诚信与公司治理”,载《证券法苑》(第7卷),法律出版社2012年版,第613页。

通过上述对于信息披露制度内容的细分以及对美国安然事件与日本奥林巴斯事件的反省,本文认为,应当细化信息披露制度的具体内容,以完善披露机制、强调信息披露程序与通过民事手段进行保障为重点来构建我国的信息披露制度。

3. 引入公平原则与及时披露原则

我国上市公司信息披露的基本原则为真实、准确、完整。对比以美国为代表的证券市场较为发达的国家的证券法规则,^[35]我国的信息披露制度的基本原则中缺失公平原则与及时披露原则。缺失了公平原则,信息披露制度就成为一种选择性制度,使中小投资者在信息知情权方面受到侵害。缺少及时披露原则,将会极大地影响信息披露制度整体功能的发挥。

4. 建立电子化信息披露制度

我国现行信息披露制度中,上市公司发出公告通常需要在证监会指定的媒体上发布,实际即在证监会指定的报纸上进行公布。这样的制度对于信息披露的经济成本、信息传递的及时性带来重大障碍。

[35] 关于美国证券法中的公平原则与及时披露原则概要如下:美国证券监督委员会(SEC)首先在2000年8月通过了《公平披露规则法案》(Regulation Fair Disclosure)。在该规定中要求从2000年10月23日起,美国上市公司公开财务信息时,对证券分析师和中小投资者一视同仁,平等对待。以往上市公司与证券分析师和机构投资者之间的先行沟通,选择性对待披露对象的行为开始受到法律的规制。关于及时披露原则,美国证券交易所以及全美证券业协会要求上市公司以及证券的发行者承担重要信息的及时披露义务。对股票的市场价格可能会带来影响的信息,要求迅速进行公开。应该公开的事项应当包括对公司不利的事项。但是,公开的时间由公司自由裁量,公司认为公开的事项损害公司的目标,或者是对公司的竞争者有利,可以延迟公开。违反及时披露原则的话,从理论上来说可能被退市或者禁止使用纳斯达克系统。但是,事实上启动这样的制裁非常少见,法院通常对这样的诉讼持消极态度。日本金融商品交易法中(相当于我国的证券法)没有规定及时披露的原则。但是在东京证券交易规则的规则中确定了及时披露原则。违反及时披露原则时,交易所可以对上市公司进行处罚。处罚的方式有以下三种:第一,证券交易所认为上市公司没有及时公开信息,可以要求该上市公司说明没有公开的理由(东京证券交易所上市规则第506条)。第二,证券交易所认为上市公司违反了及时披露原则,有必要对此情形进行改善,可以要求该上市公司提交改善报告书,并公开该改善报告书(东京证券交易所上市规则第502~506条);也可以对上市公司处以罚金(东京证券交易所上市规则第509条)。第三,如果存在重大违反的情形,可以撤销该上市公司的上市资格(东京证券交易所上市规则第601条第1款第12项)。

(1) 建立电子化信息披露系统的意义

建立电子化的信息披露系统主要有以下两个方面的意义。一是节省公司承担信息披露义务的经济成本。二是保障信息披露的及时性。

(2) 电子化信息披露系统的管理

建立电子化信息披露系统是一个重大并复杂的工程。本文认为应当由证监会来制定具体的信息披露系统的披露方法以及管理办法比较妥当。关于电子化信息披露系统的管理,可以分为两部分,一部分是使用(包括发送方、接收方的使用以及公众查询),另一部分是监管。另外,还应当建立完整的应急体系。但无论哪一部分,都应当坚持公益化的原则。

关于电子化信息披露系统的相关法制度,日本金融商品交易法中的制度极为详细,值得我国参考。^[36]

[36] 在日本,信息披露制度中披露资料的提出、受理、审查、阅览等全部的手续不同纸质媒介,作为原则一般通过网络进行。关于电子媒介,日本金融商品交易法中也像美国一样,建立了电子信息披露系统,该系统称为“披露用的电子信息处理组织”(简称为 EDINET, Electronic Disclosure for Investors' Network 日本金融商品交易法第 27 条之 30 之 2)。参见[日]河本一郎、大武泰南:《金融商品交易法读本》有斐阁 2008 年版,第 185-189 页。通过该电子系统披露的信息,由日本财务局来受理、审查信息披露义务人发送的信息,这些信息可以在财务局以及交易所等内设置的电子屏幕上供公众通过网络进行浏览。关于如何来区分应当采用电子媒介的方式还是纸质媒介的方式进行信息披露,日本采用从披露程序上入手交易区分的方式。具体来说,适用电子系统的强制与否进一步可以区分为“强制电子公开程序”与“任意电子公开程序”(日本金融商品交易法第 27 条之 30 之 2、27 条之 30 之 3 第 2 款)。适用强制电子公开程序的,原则上作为义务必须适用 EDINET。适用任意电子公开程序的,可以采用书面提交的方式,也可以采用 EDINET 的方式。履行了上述强制电子公开程序以及任意电子公开程序的,视为履行了金融商品交易法上的披露义务。(日本金融商品交易法第 27 条之 30 之 3 第 4 款)强制电子公开程序主要使用的材料包括,有价证券备案书、发行注册书、有价证券报告书、有价证券报告书的记载内容相关的确认书、内部通知报告书、季度报告书、半年度报告书、临时报告书、收购自己股份的状况报告书、公开收购的备案书、意见表明报告书,以及这些资料的修改报告书和附带资料。任意电子公开程序主要适用的材料包括,有价证券通知书、发行注册通知书、大量持有报告书、变更报告书以及修订报告书等。如果由于网络故障等理由,无法在网络上提交资料,如果事前得到内阁总理大臣的许可,不采用网络,提交 CD 光盘也是被允许的。如果是日本内阁府设置的电子计算机(总机)出现故障,那么公司可以提交纸质资料。参见[日]川村正幸:《金融商品交易法》,中央经济社 2008 年版,第 75 页。

(3)关于电子化信息披露系统的效力

本文认为,这种方式应当确立为信息披露的最主要方式。通过电子化信息披露系统进行信息披露当然具有相应的法律效力。

5. 自愿信息披露制度

(1)季度报告制度

在法定信息披露制度之外,应当建立自愿信息披露制度,其最重要的意义在于为企业提供一个展示自我的路径。关于自愿披露的具体内容,季度报告可以作为其中一项。其理由有两个方面,第一,季度报告是投资者及时了解企业经营状况的一个重要环节,可以获取企业的信息。第二,披露季度报告是证券市场发达国家的普遍做法,^[37]对我国企业到境外上市也同样具有促进作用。

(2)内部控制系统报告制度

公司内部控制系统构建对于提高企业的经营效率、提升企业财务报告的可信度、确保公司经营的合规性、防止企业经营风险的体系构建具有重要的意义。特别是在2002年美国安然事件爆发之后,美国制定了著名的塞班斯法案。作为其中的一个重要环节,公司内部控制系统的信息披露制度受到了广泛的关注。受美国法的影响,强化公司内部控制系统的构筑义务似乎成为十余年来各国证券法中信息披露制度发

[37] 美国证券法制度中规定了季度报告制度(《美国证券交易法》第12条、form10-Q)。季度报告的提交期限为事业年度中该季度结束之日起45天内必须向SEC提交。日本是在2004年引入了季度报告制度。日本在金融商品交易法第24条之4之7中对季度报告制度进行了规定。在日本的季度报告制度中,提交季度报告的义务者仅有上市公司,其他的持续信息披露公司可以任意提交(金融商品交易法第24条第2款)。日本的季度报告提交的方法,为每年第一个季度、第二个季度、第三个季度提交季度报告,第四个季度由年度报告代替,不需要再提交年度报告。其中,第二个季度的季度报告可以替代中期报告。在日本的金融商品交易法中,季度报告中的全部财务报表需要经过注册会计师或者监查法人的审查(《日本金融商品交易法》第193条之2)。

展的一个重要内容。^[38] 但正如前文所述,我们不能忽略信息披露制度的弊端。因此,构建我国的内部控制系统披露制度的同时,应当充分考虑到该制度的两面性。

在我国实务中,很多公司特别是金融类公司都已经构建了内部控制制度。因此,全面推行内部控制制度并没有什么障碍。通过在证券法上明确规定将内部控制制度披露义务化,确立该公司内部控制制度对于完善我国上市公司的公司治理结构具有重要的意义。同

[38] 关于内部控制制度报告的具体立法例,下面将简要介绍美国与日本的相关法制度,以作参考。(1)美国。美国证券法制度中规定了内部控制制度报告制度。美国证券法制度中规定了构建、维持与财务相关的内部控制以及披露的义务(《美国萨班斯法案》第302条、《美国证券交易法规》13a-15)。同时,义务人(发行人)必须向SEC每年提交一次内部控制制度报告书。在该报告书中,必须要记载:①对于内部控制的构造与维持的经营者责任;②经营者评价内部控制制度有效性的标准;③经营者对于内部控制制度有效性的判断;④与③相关的由会计事务所出具的证明书(美国证券交易法第13条b2B)。发行人的经营者等对于内部控制的构造维持具有义务,当由于内部控制的缺陷造成损害是,发行人的经营者等可能由于信息披露的不真实或不准确、不全面等原因,对投资者承担损害赔偿义务。(2)日本。《日本金融商品交易法》中规定,上市公司以及柜台买卖有价证券的发行公司需要提交“内部统治报告书”(日本金融商品交易法第24条第1款、第24条之4之4)。对于内部控制制度的概念中,内部控制制度包括“控制环境”、“成本评价与对应”、“控制活动”、“信息与传达”、“监督以及IT(信息技术)的对应”六个基本要素。对于内部控制制度应当在公司法中规定还是在金融商品交易法中规定,也存在不同的理论。另外,对于公司法上的内部控制制度与金融商品交易法上的内部控制制度的性质也存在“异质说”与“同质说”两种不同的理论。异质说认为,公司的内部控制制度的构筑义务具有两个方面的意义。第一是大公司与委员会设置公司强制的合规经营的确保;第二是董事责任的免责。另外,金融商品交易法上的内部通知是为了大公司要求注册会计师外部监督的体制对于公司法上的内控与证券法上的内控来说性质也不一样。同质说认为,公司法上的内部控制制度的构筑义务不论,根据公司上市还是不上市、公司的业种、监督法制的有无等,其内控制度高度义务化,基本是同质的。区别在于:①对象公司。公司法上为大公司与委员会设置公司(《日本公司法》第362条第5款、第416条第2款),证券法上市公司。②规制对象。公司法上是全盘业务,证券法上仅针对财务报告。③监查。在公司法上是由监事进行,证券法上是由注册会计师、监查法人进行。④公司法上没有直接的罚则,证券法上有直接的罚则。此外,《日本金融商品交易法》中还规定了关于内部统治报告中存在虚假记载的民事责任的问题。具体而言,内部统治报告书中虚假记载或者是重要事实不公开的情形,发行公司的高级经营人员(董事、监事、执行官、会计参与)以及对该内部统治报告书进行了监查的逐出会计师以及监查法人,对于有价证券的购买人,承担该内部统治报告书的提出者作为发行人应当承担的损害赔偿义务(《日本金融商品交易法》第24条之4之6、第22条)。

时,考虑到信息披露义务人的经济负担,在内部控制系统的报告的具体内容上,不宜强制要求必须经过会计事务所审计。

关于董事会在构建内部控制系统的法律责任问题,可以通过证券法与公司法两个路径加以规制。从证券法角度,可以要求董事在内部控制系统报告上签名,以此来追究内部控制系统中虚假陈述的相关责任。从公司法角度,可以从董事的忠实义务与勤勉义务角度来追究其对公司的责任(追究的手段包括公司提起损害赔偿诉讼以及股东提起代表诉讼)。

(二) 构建非上市公司信息披露制度

1. 构建非上市公司信息披露制度的意义

非上市公司是否应当披露信息是证券法信息披露制度中的重要问题。现行《证券法》不要求非上市公司披露信息。同时,由于非上市公司与上市公司所承担的信息披露义务不同,导致其上市后,对以信息披露制度为核心的上市公司监管规则较难适应。

2. 建立非上市公众公司的概念

本文认为,不能要求全部的非上市公司承担信息披露义务。因此,如何加以区分披露主体是一个重要的问题。日本对此采用了所谓“外观理论”,^[39]即判断是否存在“需要发行人披露信息的一般投资者”。^[40]美国虽然没

[39] 参见[日]近藤光男、吉原和志、黑沼悦郎:《金融商品交易法入门》(第2版),商事法务2011年版,第253页。

[40] 日本根据所谓的外观理论构建了非上市公司的信息披露制度(《日本金融商品交易法》第24条第1款规定)。日本的非上市公司信息披露制度是在1992年(平成4年)引入的(当时称为《证券交易法》,现在称为《金融商品交易法》)。按照日本金融商品交易法的规定,在过去5年内,如果有在任何一个年度中公司的证券所有者人数在500名以上的,那么该公司在该年度应当负有信息披露的义务(《日本金融商品交易法》第24条第1款第4项)。在2008年(平成20年)的金融商品交易法修改中,日本又将上述证券所有者的人数提高到1000人。此外,值得关注的是日本金融商品交易法中还规定了非上市公司信息披露义务的豁免制度。具体来说,当非上市公司的资本金额低于5亿日元时,或者股票的所有者减少到不足300人的时候,该公司的信息披露义务将被豁免(《日本金融商品交易法》第24条第1款但书)。该豁免制度主要是从股东人数和公司资金两个角度进行设定。关于股东(股票所有人)人数,主要是考虑证券的流通性降低,强制进行信息披露的必要性也随之降低。关于资本减少,主要是考虑到企业承担披露信息的经济负担。另外,关于非上市公司信息披露制度的适用范围,根据《日本金融商品交易法》的规定,即使是投资基金、投资信托等投资者,如果其权利人(真正的权利人)在500名以上的,将被视为符合外观理论,其发行人应当承担持续信息披露的义务(《日本金融商品交易法》第24条第5款)。

有所谓的外观理论,但美国法同样要求符合资本、人数上要求的非上市公司承担信息披露的义务。^[41]有鉴于此,本文认为,可以将以下三个条件确立为我国非上市公众公司的判断标准:

- (1)发行的股票或公司债券不在证券交易所上市交易;
- (2)公司注册资本金不低于5000万元人民币;
- (3)过去三个会计年度中的其中一个会计年度的股东人数累计超过200人。

其中,(1)的意义在于与上市公司进行区分;(2)的意义在于确立一个承担信息披露义务的公司的规模,不宜让规模太小的公司承担信息披露义务;(3)的意义在于确立公司中是否存在需要发行人披露信息的一般投资者。

另外要指出的是,非上市公众公司概念的构建有多种路径,《证券法》可以规定,《公司法》也可以规定。本文认为,关于“非上市公众公司”概念的建立,由《公司法》确定更为恰当。

3. 非上市公众公司信息披露的内容

首先,非上市公众公司与上市公司所承担的信息披露义务不应当设置差别。对于非上市公众公司来说,承担信息披露义务的条件是动态的,而不是恒定的。满足了相关要件,成为非上市公众公司,就应当承担与上市公司同样的披露义务。不满足相关要件,就不承担信息披露义务。

其次,关于非上市公众公司信息披露的具体内容,主要包括两个方面:一是首次挂牌时的信息披露制度;二是持续性披露制度。显然,我

[41] 在美国证券法制度中,主要通过要求对证券(一部分证券,并非全部证券)进行登记来实现信息披露。如果发行的证券符合登记的要求,那么该证券的发行公司也必须定期向证券监督机关(SEC)提交相关资料,披露相关信息。负有登记义务的公司大致可以区分为上市公司与柜台交易公司。关于负有信息披露义务的公司,除了上市公司当然负有披露义务以外,即使是没有上市的公司,如果符合下列要求(主要是公司规模上的要求)的话,按照美国证券交易法的规定,该公司将被要求承担信息披露的义务(《美国证券交易法》第12条a款第b项)。关于非上市公司信息披露义务适用的具体要求,根据《美国证券交易法》的规定,没有上市的公司,如果其资产超过1000万美金,并且其发行的证券持有人的总数在500人以上,该证券必须要向证券监督机关SEC登记(《美国证券交易法》第12条第g款)。同时,作为发行人的公司也由于发行的证券进行了登记而必须定期进行信息披露。

国建立非上市公司信息披露制度的重点在于上述第二个方面。换言之,就是要将非上市公司纳入到持续性信息披露制度的义务主体中,这对于全面实现上述建立非上市公司信息披露制度的目的具有重要的意义。

五、禁止交易行为的制度研究

(一) 内幕交易问题

1. 内幕交易主体

(1) 消息受领人。从学理上讲,从内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人那里接受内幕信息的人,相对其他投资者获得了不正当的信息优势,违反了“信息获取机会平等原则”(equal access theory),也应认定为内幕人,受到内幕交易法的规制。实践中,为了逃避法律制裁,内幕信息知情人往往通过将内幕信息泄露给其亲属、朋友及他人进行内幕交易,这已成为内幕交易的主要手段。立法例上“台湾证券交易法”第157-1条第1款规定的内幕交易主体包括“五、从前四款所列之人获悉消息之人”。因此,无论在理论上、实践中还是立法例上,都有充分理由将消息受领人纳入内幕人的范围,追究其责任。现行《证券法》存在的这一法律漏洞在这次修法中应予填补。

(2) “内幕人”概念。这一概念一直在学术研究中使用,但《证券法》没有正式的立法表述。在增加了“消息受领人”这一主体后,将原来具体的内幕人种类一般化,采用统一的“内幕人”概念,以统合各内幕人种类很有必要。中国证监会《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第5条已使用了这一概念,建议本次修法正式引入该概念。

(3) 合法获取内幕信息的人。实践中,还存在可能通过偶然事件、无意地接触等途径合法获取内幕信息的人,例如路人发现某上市公司生产基地发生火灾而提前抛售股票,个人在公共场合无意中旁听到某上市公司高管谈论并购事宜。该种人是否可以从事内幕交易?

从学理上讲,如果禁止内幕交易的正当性在于保证所有投资者信息获取机会的平等,似乎有理由禁止非基于自己的研究的合法获取内

幕信息的人进行内幕交易。基于这一点,证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》第 66 条规定,“任何机构和个人泄露上市公司内幕信息,或者利用内幕信息买卖证券及其衍生品种,中国证监会按照《证券法》第二百零一条、第二百零二条处罚”。但这一理由在理论上并无充分的共识,也未有研究表明美国等许多其他主要国家也将其作为内幕交易来处理。尽管美国 SEC 10b-5 规则规定的是“任何人员直接或间接利用任何方式”进行欺诈,但美国最高法院拒绝了美国 SEC 的这种最强版本的内幕人定义,在 *Chiarella v. United States* 中采用的是受信义务理论。^[42]

在现实生活中,如果将这种通过偶然事件、无意地接触等途径获取内幕信息的人的交易行为也认定为内幕交易,可能并不符合一般大众的法律观念。而且这种合法获取内幕信息的情况,在实际发生概率上并不是当前的主要矛盾。还有,修法后已大大扩展了内幕人的范围,能够涵盖实践中绝大多数内幕交易的情况。因此,基于理论上的存疑以及立法合理性、实效性和策略性的考虑,目前将合法获取内幕信息的人纳入内幕人的立法条件不成熟,以暂不规定为妥。

(4)其他内幕信息知情人。现行《证券法》第 74 条中没有将发行人和上市公司、控股股东和实际控制人控制的其他公司及其董监高、上市公司并购重组参与方及其有关人员等纳入内幕信息知情人范围。近年来,利用上市公司并购重组信息进行内幕交易的案件不断增多,涉案主体往往涉及重组方及其关联方。^[43]因此,这些因身份、职责或职权知悉内幕信息的人应明确纳入内幕信息知情人的范围。

[42] Vincent Chiarella 是纽约一家印刷厂的雇员,负责在印刷过程中选择字体、编排版面。该印刷厂接到一笔业务,为一家公司印制收购要约文件。为了保密,该文件中的目标公司名称位置都空着,要到最后印刷时才交给印刷厂。但 Chiarella 通过材料中的其它信息,推断出了收购的目标公司。利用这一信息,他买入了目标公司的股票,获利 3 万美元。1977 年,SEC 对其进行调查并裁决违反 10b-5 规则,并要求吐回收益。随后,司法部门指控 Chiarella 提起公诉,一审法院判决其罪有罪,第二巡回法院维持原判。最高法院最后以 Chiarella 与交易对手之间并不存在特殊的信任和信赖关系为由判决其无罪。

[43] 参见朱文超:“并购重组中的内幕交易主体规制”,载《证券法苑》(第五卷),第 1157~1170 页。

补充说明的一点是,证监会在其发布的《证券市场内幕交易行为认定指引》中将内幕信息知情人的配偶、子女和父母认定为内幕信息知情人,是在《证券法》没有规定“接受内幕信息的人”情况下为打击内幕交易违法活动的权宜之计。从性质上说,内幕信息知情人是基于其身份、职责或职权获得内幕信息的人,其配偶、子女和父母显然不属于内幕信息知情人。因此,上述指引中内幕信息知情人的配偶、子女和父母,不应纳入内幕信息知情人的范围。

2. 内幕信息确定性和“内幕信息敏感期”

对内幕信息的确定性,现行《证券法》未予规定。依据《证券法》第75条,通常认为内幕信息具备三大基本特征:相关性、重大性和未公开性。把确定性作为内幕信息的第四大基本特征,在我国目前尚无法律上的依据。然而,确定性却频繁出现在司法和执法中。在“董正青、董德伟和赵书亚内幕交易”一案中,辩护人提出内幕信息应当具有确定性,广发证券借壳方案得到延边公路认可的2006年6月2日才是该案内幕信息的形成时间。中国证监会指出,2006年5月10日广发证券公司内部基本确定借壳延边公路,延边公路股票此后不断持续上涨,认定此日为内幕信息形成日有充足的事实和法律依据。类似的争议还发生在陈榕生、黄光裕、陈玉兴、刘宝春等许多具有重大影响的案件之中,可以说,内幕交易的许多案件都涉及内幕信息是否确定以及何时形成的争议。^[44]

在境外,欧洲证券监管委员会《市场滥用指令》第1.1条第2段按照以下四个标准定义了“内幕信息”:(1)该信息具有确切性(information of a precise nature);(2)该信息尚未公开;(3)该信息直接或间接与一个或多个金融工具发行者或一个或多个金融工具相关;(4)如果公开,该信息可能对上述金融工具的价格或相关衍生金融工具的价格产生重要影响。香港《证券(内幕交易)条例》(第2条释义)第8规定,“有关消息”在本条例中,关于一间机构的“有关消息”(relevant information)指关于该机构的,而并非普遍为惯常(或相当可能会)进行该机构的上市证券的交易的人所知道的明确消息,但如被上述人士知道,便相当可能

[44] 参见肖伟:“内幕信息确定性考量模式之选择”,载《环球法律评论》2012年第5期。

会令上述证券的价格有不是无关紧要的变动。

我国实践中,证监会的文件和两高司法解释提出了“内幕信息敏感期”概念。^[45] 我们可以将欧盟的模式称为“实质性”的确定性概念,而我国的“内幕信息敏感期”属于“形式性”的确定性概念。这两种立法方式各有优缺点。实质性方式在法律实践中仍需要个案判断,虽然灵活性强,但操作性有所欠缺。而形式性的“内幕信息敏感期”概念,标准相对比较明确,容易操作,但圈定的内幕信息有可能偏离“确定性”概念的实质内涵。所以,可以考虑将两种定义方式结合起来,形成一个完善的关于“确定性”的定义和认定标准。

3. 内幕交易行为相关问题

(1)以“交易”概念代替“买卖”概念。如前文所述,证券交易的概念已经拓展,建议在术语的选择上使用“交易”一词为妥。

(2)明示、暗示他人从事证券交易活动。实践中,内幕人有时不是明确地建议他人从事证券交易活动,而是通过各种形式暗示他人从事证券交易活动。为了弥补现行《证券法》条文表述上的这一缺陷,有必要增加“暗示他人”这种情形。2009年的《刑法修正案(七)》第2条已增加了“明示、暗示他人从事上述交易活动”这一情形,《证券法》修订应该反映这一变化。

(3)“知悉”的证明责任。长期以来,这一直是行政执法和司法实践中一大难题。确立内幕交易在特定情形下的举证责任分配原则,减轻执法、司法部门的举证责任,具有合理性。^[46] 但举证责任应该向具体哪一类内幕人主体转移,在何种情形下转移,目前的理论研究还不充

[45] 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》第5条规定:“本解释所称‘内幕信息敏感期’是指内幕信息自形成至公开的期间。证券法第六十七条第二款所列‘重大事件’的发生时间,第七十五条规定的‘计划’、‘方案’以及期货交易管理条例第八十五条第十项规定的‘政策’、‘决定’等的形成时间,应当认定为内幕信息的形成之时。影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员,其动议、筹划、决策或者执行初始时间,应当认定为内幕信息的形成之时。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。”

[46] 参见张子学:“浅析‘知悉’内幕信息的证明”,载《证券法苑》(第四卷),第137~173页。

分,因此在《证券法》中明确规定举证责任分配问题的立法条件尚不成熟。另外,举证责任分配问题更多的是审判规则,而非实体规则,这些留给最高人民法院的司法解释来解决更恰当、更灵活。^[47]

(4)利用内幕信息交易证券的范围。内幕人利用内幕信息,交易与内幕信息有关的其他证券,同样违背了作为禁止内幕交易理论基础的“信息获取机会平等原则”,应该纳入内幕交易进行规制。具体条文设计上,使用“与该信息相关的证券交易活动”一语,可以很好地涵盖上述各种情形。当然,什么是“相关”、“相关”的方式以及“相关”的程度,留待最高人民法院积累判例并最终解释为宜。

(5)泄露内幕信息的性质。内幕人仅仅泄露了内幕信息,但内幕人和接受内幕信息的人都未进行任何交易,这种没有任何实际交易的情形仍认定为内幕交易,在法理上说不通。因为,仅仅是泄露行为不能构成内幕交易。这里还要区分泄露人和交易者之间是否有内在的意思联络。如果没有内在意思联络,则应分别定性,泄露人违反的是保密义务,交易者违反的是不得利用内幕信息进行交易的义务。《证券法》第76条规定了内幕人的禁止性义务,并未明确泄露行为是内幕交易行为,但中国证监会《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第13条第(4)项直指泄露行为即构成内幕交易,这值得商榷。

(6)内幕交易的抗辩事由。现行《证券法》相关条文第2款只规定了上市公司回购股份不属于内幕交易,而证监会《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第19条,“两高”《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》第4条都对不属于内幕交易的情形做了规定,这些内容应该反映到新的《证券法》,并且要为以后可能出现的不属于内幕交易的情形预留合法性依据。

(二)利用其他未公开信息从事证券交易

实践中,机构投资者的从业人员利用未公开的证券投资交易类信息,政府部门工作人员利用未公开的政策信息和经济数据从事有关证

[47] 况且,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》(2012年)和最高人民法院《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(2011年)中已经规定了在特定情形下的举证责任转移,已为执法和司法部门解决证明问题提供了有力的支持。

券交易活动的问题一直很突出。现行《证券法》对这类行为没有直接针对性规定,导致实践中难以追究其行政责任和民事责任。

为解决这一问题,2009年的《刑法修正案(七)》第2条在《刑法》第180条增加一款作为第4款。^[48] 境外立法例中,香港《证券(内幕交易)条例》有相关规定。^[49]

因此,相关禁止性规定应该反映到《证券法》中。鉴于对这一问题,理论界和实务界都具有清楚共识,因此,研究报告对理由不再赘述。

(三) 市场操纵问题

1. “直接或间接”操纵市场

在目前的实践中,操纵人一般不再直接控制交易账户,而是变换各种方式间接控制交易账户。如果立法上不明确规定“间接”操纵市场的情形,将会给执法和司法部门追究操纵者的法律责任造成很大困难。

立法例上,香港《证券及期货条例》第296条和台湾“证券交易法”第155条均对此有所规定。^[50] 因此,这次修法应该在这个问题上有更

[48] “证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员,利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息,违反规定,从事与该信息相关的证券、期货交易活动,或者明示、暗示他人从事相关交易活动,情节严重的,依照第一款的规定处罚。”

[49] “5. 掌握以特殊身份获得的有关消息(1)为第9条的目的,凡公职人员或第(2)款所指的团体的成员或雇员(不论其成员或雇员职位属长久或临时性质,亦不论是否获付酬金),以其公职人员、成员或雇员身份获得关于一间机构的有关消息,即须视为与该机构有关连。(2)第(1)款所指的团体为——(a)行政局;(b)立法局;(c)期货交易所、证券交易所或任何结算所;(d)由总督或总督会同行政局根据任何条例委出,或由他人代表总督或总督会同行政局根据任何条例委出的各类局、委员会或其他团体;(e)由条例设立的法人团体;及(f)由财政司在宪报刊登公告指明的法人团体。”

[50] 香港《证券及期货条例》第296条“操控价格的罪行”规定:“(1)任何人不得——(a)在香港或其他地方直接或间接订立或履行任何当中不涉及实益拥有权转变的证券买卖交易,而该宗交易具有以下效果:维持、提高、降低或稳定在有关认可市场或透过使用认可自动化交易服务交易的证券的价格,或引致该等证券的价格波动”。台湾“证券交易法”第155条规定的操纵手段的兜底条款也包含了“直接或间接”的修饰语,即“七、直接或间接从事其他影响集中交易市场有价证券交易价格之操纵行为”。

明确的规定,立法打击的市场操纵行为既包括直接操纵,也包括间接操纵。

2. 五种新型操纵手段

2005年《证券法》中主要规定了连续交易操纵、约定交易操纵和洗售操纵等三种操作方式。修订以后,证券市场上出现了很多新型操纵手段,并且已经成为主流的操作方式。如“周建明市场操纵案”中,在2006年1月至11月期间,周建明利用在短时间内频繁申报和撤销申报手段操纵“大同煤业”等15只股票价格。其中,2006年6月26日,周建明在该日上午的21分钟内连续挂出61笔“大同煤业”股票买单,共计40090000股,申报价格从第一笔的10.22元提高到第61笔的10.59元,并随后在26分钟内全部撤单,在撤单后,以10.36元卖出“大同煤业”股票4331579股。经计算,周建明利用频繁申报和撤销申报手段操纵“大同煤业”等15只股票价格的违法所得为1762239.85元。

为此,中国证监会《证券市场操纵指引(试行)》中新增加规定了五种新型操纵手段,即蛊惑交易操纵、抢帽子交易操纵、虚假申报操纵、特定时间的价格或价值操纵和尾市交易操纵。此次修法,有必要将这五种新型操纵手段作出规定,为打击新型市场操纵行为提供更有力的法律依据。另外,为了应对以后新出现的操纵方式,有必要完善证监会对“其他手段”的认定权规定,以实现《证券法》和证监会《证券市场操纵指引(试行)》规定的无缝衔接,《证券法》对市场操纵行为的追责始终能通过证监会规定的实时更新而维持其有效性,充分有效地发挥“兜底条款”的立法扩展作用,提高《证券法》的适应性。