

我国证券从业人员买卖 股票制度及其完善

李响玲*

摘要:目前我国禁止证券从业人员买卖股票,但是实践中从业人员违规买卖股票的事件时有发生。全面禁止证券从业人员买卖股票制度的合法性、合理性和实效性,都值得重新审视;而有条件地允许证券从业买卖股票,从立法、监管和市场角度,都能获得支持。我国有必要借鉴境外成熟资本市场“堵疏”结合的经验,修改目前绝对禁止证券从业人员买卖股票的规定,探索建立起一套事前防范、事中监控、事后惩处的规制体系,做到有堵有疏、放而不乱。

关键词: 证券从业人员 买卖股票 法律规制

* 上海证券交易所市场监察部员工。

近二十多年来,伴随着我国证券市场的迅猛发展,证券从业人员〔1〕队伍也在不断壮大。在证券市场日新月异的同时,证券市场的违法违规行为也如影随形,其中证券从业人员违规买卖股票的事件也是层出不穷。目前我国《证券法》等法律法规明文禁止证券从业人员买卖股票,但是这项法律规定不仅在理论上与更高位阶的法律规范相矛盾,而且在实践中与我国社会经济发展状况不相适应。如何有效规制证券从业人员买卖股票,已经成为维护我国证券市场健康发展所必须解决的问题。

目前,我国正在着力推进《证券法》新一轮修改,有必要重新审视全面禁止证券从业人员买卖股票制度的合法性、合理性和实效性。有条件地允许证券从业人员买卖股票,从立法角度、监管角度和市场角度,都是必要的、可行的。境外成熟资本市场大多采取“堵疏”结合的方式,允许证券从业人员买卖股票,但同时从禁止内幕交易、利益冲突交易等多方面进行严格规制。我们认为,借鉴境外成熟资本市场的经验,修改目前绝对禁止证券从业人员买卖股票的有关规定,构建起一套事前防范、事中监控、事后惩处的规制体系,才是证券从业人员违规买卖股票问题的解决之道。

一、我国证券从业人员买卖股票制度的立法追溯

(一)以“堵”为主的现行立法模式

我国对于证券从业人员买卖股票的规制,主要是采用了“堵”的模式,我国《证券法》、证券业协会的自律准则以及党政机关的相关文件

〔1〕 依据《证券业从业人员执业行为准则》第四条,证券业从业人员包括:(一)证券公司的管理人员、业务人员以及与证券公司签订委托合同的证券经纪人;(二)基金管理公司的管理人员和业务人员;(三)基金托管和销售机构中从事基金托管或销售业务的管理人员和业务人员;(四)证券投资咨询机构的管理人员和业务人员;(五)从事上市公司并购重组业务的财务顾问机构的管理人员和业务人员;(六)证券市场资信评级机构中从事证券评级业务的管理人员和业务人员;(七)协会规定的其他人员。本文将上述人员统称为“证券从业人员”。

等,均明文禁止证券从业人员直接或间接持有、买卖股票,并对违规持有、买卖股票的证券从业人员进行处罚。实际执行过程中,禁止的主体包括证券从业人员及其父母、配偶、子女及其配偶^[2],禁止的行为包括持有、赠与、买卖等,禁止的客体主要是股票。

对证券从业人员持有、买卖股票的禁止性规定,最早体现在1993年发布并实施的《股票发行与交易管理暂行条例》。该条例第39条规定:“证券业从业人员、证券业管理人员和国家规定禁止买卖股票的其他人员,不得直接或间接持有、买卖股票,但是买卖经批准发行的投资基金证券除外。”1997年颁布的《证券、期货投资咨询管理暂行办法》也延续了类似规定。2001年颁布的《关于党政机关工作人员个人证券投资行为若干规定》的第五条规定:“国务院证券监督管理机构及其派出机构、证券交易所和期货交易所的工作人员及其父母、配偶、子女及其配偶,不准买卖股票。”

1998年制定《证券法》时,将禁止证券从业人员持有、买卖股票的规定纳入了该法的第37条^[3]。此后2004年、2005年两次修改《证券法》时,对该条款仅仅做了措辞上的微调,实质上延续了该规定。我国现行的2006年《证券法》第43条规定:“证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员、证券监督管理机构的工作人员以及法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员,在任期或者法定限期内,不得直接或者以化名、借他人名义持有、买卖股票,也不得收受他人赠送的股票。任何人在成为前款所列人员时,其原已持有的股票,必须依法转让。”同时,该法第199条规定了罚则:“法律、行政法规规定禁止参与股票交易的人员,直接或者以化名、借他人名义持有、买卖股票的,责令

[2] 禁止的主体根据所在单位有所区别,中国证监会、证券交易所和期货交易所禁止的主体包括了工作人员及其父母、配偶、子女及其配偶,基金管理公司包括公司员工及直系亲属,证券公司、基金托管和销售机构、证券投资咨询机构等主要是管理人员和业务人员。

[3] 1999年施行的《证券法》第37条:“证券交易所、证券公司、证券登记结算机构从业人员、证券监督管理机构工作人员和法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员,在任期或者法定任期内,不得直接或者以化名、借他人名义持有、买卖股票,也不得接受他人赠送的股票。任何人在成为前款所列人员时,其原已持有的股票,必须依法转让。”

依法处理非法持有的股票,没收违法所得,并处以买卖股票等值以下的罚款;属于国家工作人员的,还应当依法给予行政处分。”

之后,我国2008年颁布的《证券公司监督管理条例》,以及2009年颁布的《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》、《中国证监会工作人员行为准则》、《证券业从业人员执业行为准则》等规定,都一脉相承地做了类似规定。

(二) 禁止证券从业人员买卖股票的立法本意探究

我国各项法律法规的制定过程中,并没有制作和保存立法理由书、立法说明书的要求,因此探究一项法律制度的立法意图并非易事。但是,通过对当时新闻报道、学说论著以及起草人员的公开言论等资料的研究,能一定程度上探究做出该项规定的权衡和抉择过程。

有学者对1999年《证券法》的制定背景和境况进行了研究。^{〔4〕}《证券法》从1992年开始起草到1998年最终出台,历时6年,立法比较保守而慎重。促成《证券法》1999年出台的重要原因之一,是1997年亚洲金融危机的爆发,这一事件使国内对金融风险的重视程度大大提高。在立法过程中,发行上市、交易方式、收购制度等“更为重要”的制度被反复斟酌、论证,相比之下,对于证券从业人员持股、炒股等问题的关注和思考就少得多,甚至专家组几乎忽略了对于证券从业人员持股合法性的论证。

从我国专家学者的相关论述以及监管机关的文件中,可以推断,禁止证券从业人员持股、炒股的基本出发点,主要在于以下两个方面:

一方面是出于防范内幕交易的需要。禁止证券从业人员买卖股票的首要目的,就是在于防范内幕交易。“证券交易活动必须实行公开、公平、公正的原则,而公平的证券市场必须具备两个因素:一是使所有的投资者能够最大限度地获得市场信息,二是所有投资者获得信息的机会应当是平等的。但有些人员由于其地位、职务等便利条件,有先于其他投资者获得相关信息的机会。”^{〔5〕}为了避免证券从业人员利用掌

〔4〕 参见王吉学、陈丽媛、邢楠:“证券公司从业人员禁止持有、买卖股票若干问题商榷——立法追溯与当代比较的视角”,载《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第1120~1122页。

〔5〕 徐明、黄来纪主编:《新证券法解读》,上海社会科学院出版社2005年版,第63~64页。

握的信息进行交易,从法律上禁止了这类主体进行交易,那么就免除了进一步规制这类主体进行内幕交易的问题。

另一方面是出于避免利益冲突的需要。在防范内幕交易之外,禁止证券从业人员买卖股票的重要原因,是避免证券从业人员和投资者之间可能存在的利益冲突。证券从业人员是市场上一类特殊人员,其运用专业能力为投资者服务,允许其买卖股票,则可能出现证券从业人员利益与投资者利益相冲突的情况。如果允许证券从业人员买卖股票,必然会面临着对利益冲突交易的立法和监管,而直接禁止这类人员交易则形式上节省了立法及执法成本。

二、对“禁止证券从业人员买卖股票”的重新审视

禁止证券从业人员买卖股票制度自1993年实施以来,我国证券市场已经经过了二十年的发展,市场规模不断扩大,市场机制不断健全,证券市场内外部环境发生了巨大变化。目前我国正在着力推动《证券法》的新一轮修改,在此情况下,有必要重新审视禁止证券从业人员买卖股票制度的合法性、合理性和实效性。

(一)对“禁止证券从业人员买卖股票”合法性的审视

禁止证券从业人员买卖股票,追溯其立法本意是为了防范市场中可能发生的内幕交易和利益冲突行为,但是这种做法在合法性方面值得商榷。

一是“禁止证券从业人员买卖股票”与保护公民的基本权利相悖。一般来说,公民的基本权利可以分为三类:公民权利、政治权利和社会经济权利。^{〔6〕} 证券从业人员通过买卖股票获取经济利益,是公民所固有的、宪法确认的基本权利。禁止证券从业人员买卖股票,等于剥夺了证券从业人员通过合法方式买卖股票获得收益的权利,影响了公民的社会经济权利。同时,中纪委及证监会的相关规定中将禁止买卖股票

〔6〕 公民的基本权利依据不同标准,有不同的分类方法。本文采用联合国《公民权利与政治权利国际公约》的分类方法。

的范围进一步扩大,证监会、证券期货交易所的“工作人员及其父母、配偶、子女及其配偶,不准买卖股票”。禁止配偶、子女的配偶买卖股票,即意味着证监会、交易所的工作人员不得与股民结婚,其子女也不得与股民结婚,这在某种程度上间接影响了公民的婚姻自由权。公民年满18周岁之后,在法律上已经形成了独立的人格,与父母、成年子女在财产上是独立的,如果对工作人员的父母、成年子女买卖股票予以禁止,实际上不利于保护这部分人的财产权。

二是“禁止证券从业人员买卖股票”违背了法律面前一律平等的原则。“禁止证券从业人员买卖股票”制度的设定,是因为立法者认为证券从业人员知悉一定的内幕信息,极有可能利用内幕信息进行交易。实际上,可能知悉内幕信息的人员远远不止“证券从业人员”,部分政府部门例如政府宏观管理部门、行业主管部门、统计部门、税务部门、海关等,以及公司的股东、实际控制人、主办银行、关联交易人等,都有可能知悉内幕信息。而仅对“证券从业人员买卖股票”进行限定,显然不公平,违背了宪法所确立的公民在法律面前一律平等的原则。一般而言,禁止性法律规范,应当针对违法“行为”而设,而不应因“身份”而设。法律应当禁止的是不公平的行为,而不是相关从业人员的正当行为。法律应当查处的,不是哪类人士买卖股票,而是这种买卖行为是否属于内幕交易。

(二)对“禁止证券从业人员买卖股票”合理性的审视

一律禁止证券从业人员买卖股票,在现实中其合理性受到广泛质疑。

首先,“以防范内幕交易为理由,禁止证券从业人员买卖股票”的立法逻辑值得探讨。一般认为,禁止证券从业人员买卖股票的首要目的在于防范内幕交易,其立法逻辑在于,法律既然已经禁止了特定主体进行交易,那么后续就不会出现这类主体进行内幕交易的问题,也就免除了进一步规制的成本。但是这种立法逻辑在某种程度上存在问题。一是证券从业人员只是可能的内幕信息知情人,但并非一定是内幕信息知情人,对于并非利用内幕信息的从业人员来讲,以禁止内幕交易为理由去对其进行特殊限制不构成充分的理由,“从业人员的非内幕信

息交易对实现禁止内幕交易的证券法立法目的并不构成障碍”〔7〕。二是证券从业人员作为一类可能的内幕信息知情人,其证券交易必然受到内幕交易禁止规则的规制,没有必要通过一律禁止其买卖股票的方式来实现禁止内幕交易的目的,内幕交易的规制除了在立法上努力之外,还有赖于内幕交易查处机制的健全。

其次,“为避免可能存在的利益冲突,而禁止证券从业人员买卖股票”的立法选择并非合理。立法禁止证券从业人员买卖股票的另一个重要原因在于,证券从业人员与投资者之间可能存在利益冲突上。其立法理由在于,证券市场存在较强的“信息不对称”现象,投资者与证券从业人员在买卖股票上存在竞争关系,即利益冲突,禁止证券从业人员交易则可以避免该等冲突。同时,证券从业人员是运用专业能力为投资者服务,不得与自己的客户或公司的客户争夺交易机会或者利用职务之便谋取其他个人利益,允许证券从业人员买卖股票与其作为投资者的受托人的地位相冲突,这与证券从业人员的身份及其职责都相矛盾。〔8〕实际上,这种立法选择并非合理。证券从业人员买卖股票可能存在两种情形的利益冲突:一是与所在公司的利益冲突,二是与投资者的利益冲突。对于第一种情形,立法无须予以特别关注,因为从业人员所在机构本身可以对存在利益冲突的交易进行限制或禁止。在第二种情形中,证券从业人员并不是对市场上每一个投资者都负有受托人义务,并不需要对所有证券从业人员的股票交易予以禁止。

(三)对“禁止证券从业人员买卖股票”实效性的审视

法律实效是一项法律制度在实际中是否得到实行和实行的程度,是法律目的和内容的实现。“禁止证券从业人员买卖股票”这一法律规定在执行中欠缺可操作性,而且与当前的市场发展状况不相适应,是一项缺乏实效的法律规定。

一是“禁止证券从业人员买卖股票”在实践中可操作性不强,不利

〔7〕 中投证券法律合规部课题组:“证券从业人员买卖股票的法律规制研究”,载《证券市场导报》2011年4月号,第41页。

〔8〕 参见中投证券法律合规部课题组:“证券从业人员买卖股票的法律规制研究”,载《证券市场导报》2011年4月号,第41页;鲁春雅:“证券从业人员炒股现象的法律规制”,载《河南省政法管理干部学院学报》2008年第3期(总第108期),第176页。

于提高监管效率与降低执法成本。证券从业人员买卖股票是中国证券市场上公开的秘密,对证券从业人员的配偶、父母、子女买卖股票的行为,实践中也无法禁止。从监管角度讲,证券从业人员的股票买卖通常是通过匿名账户或借用他人账户进行,对其监控已经很困难,监控其亲属通过匿名账户或借用他人账户买卖股票则难上加难。因此,项规定缺乏可操作性,监管的效率很低。

二是“禁止证券从业人员买卖股票”不利于证券从业队伍的建设,与当前市场发展不相适应。证券从业人员本身具有普通投资者所不具备的专业判断能力,这就必然导致了内生的股票交易冲动。如果给予他们合法、合理的入市渠道,可以用自己的名义买卖股票,也就不存在违法违规炒股的问题。而且证券从业人员在股市中历练,是提升证券从业队伍专业素质必备的课程,严格禁止其个人参与股票交易,会影响其对市场进行深入而透彻地了解。

三、对“放开证券从业人员买卖股票”的深入分析

如前所述,我国全面禁止证券从业人员买卖股票的“一刀切”立法模式,在合法性、合理性和实效性方面都值得探讨。对证券从业人员买卖股票行为进行放开,有条件地允许证券从业人员买卖股票,无论是从立法角度,还是从监管角度,拟或是从市场角度,都是必要的、可行的。

(一)从立法角度分析

随着我国法治进程的不断推进,立法技术和立法水平不断提高,立法经验不断积累,同时境外有先进的立法经验提供借鉴,我国已经具备了放开证券从业人员买卖股票限制的立法条件。

首先,放开证券从业人员买卖股票的立法时机已经具备。内幕交易等违法违规行为的手段、方式日益隐蔽,证券从业人员以本人名义直接买卖股票被禁止之后,化名或间接炒股仍然存在,而且查处更为困难,“一刀切”式的立法已经不能满足现实需求。目前,我国商事立法经验不断积累,已经具备了特定立法目的规范的立法条件。关于放开从业人员买卖股票问题,基本上可以围绕着有关内幕交易和利益冲

突交易的规制这两个主线展开。因此,放开从业人员买卖股票所存在的现实难题,实际上就转化为如何确立规制从业人员的内幕交易以及利益冲突交易的问题。

其次,我国已经对放开证券从业人员买卖股票做了立法尝试。2012年修改《证券投资基金法》时,对基金从业人员买卖股票制度做出了调整,规定公募基金从业人员可以从事股票等证券投资行为。根据新《证券投资基金法》第18条的规定,公募基金董事、监事、高级管理人员和其他从业人员,其本人、配偶、利害关系人进行证券投资的,应当事先向基金管理人申报,基金管理人同时向监管机构备案。^{〔9〕} 这项规定出台之后,受到了广泛关注,也为我们进一步放开证券从业人员买卖股票奠定了一定的立法基础。

(二)从监管角度分析

目前我国证券市场情况,与当初制定全面禁止证券从业人员买卖股票规定时,已经有了很大的变化。证券市场法规体系不断完善,监管法规日益严密、细致,上市公司、证券公司治理日益规范,其内部控制、隔离机制也日益完善。我国已经具备了一定程度上放开证券从业人员持股、买卖股票的监管基础。

一项禁止性规定要付诸实施还需有配套的、完善的规范体系,由此也带来相应的监管和执法成本。虽然法律明文禁止证券从业人员买卖股票,但实际情况中,证券从业人员借用亲属、朋友账户买卖股票的情况屡见不鲜。而且由于证券从业人员背后人际关系的复杂性,查处难度更大,极大地增加了监管成本。虽然理论上增强监管力度可以促进法律的有效实施,但是针对证券从业人员买卖股票而言,其监管成本早已超过了法律约束所产生的效益。在很难实际禁止证券从业人员买卖股票的情况下,对此予以适度放开,而将主要精力放在禁止内幕交易和利益冲突交易上无疑更为合理。如果放开证券从业人员买卖股票,可

〔9〕 《证券投资基金法》第十八条:“公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员,其本人、配偶、利害关系人进行证券投资,应当事先向基金管理人申报,并不得与基金份额持有人发生利益冲突。公开募集基金的基金管理人应当建立前款规定人员进行证券投资的申报、登记、审查、处置等管理制度,并报国务院证券监督管理机构备案。”

以使既有的那些“地下”的原本不属于内幕交易,或者不会产生利益冲突的交易合法化。证券从业人员买卖股票可以实现阳光化操作,相应地可以实行阳光化监管,一定程度上减轻监管成本和压力。

(三)从市场角度分析

放开证券从业人员买卖股票,并不是全面放开,而是有条件地放开。从业人员的非内幕交易和非利益冲突交易并不损害普通投资者的利益,也与贯彻公平、公开、公正的理念不相冲突。放开从业人员买卖股票,可以实现证券市场的共赢。

一方面,放开对证券从业人员买卖股票的限制,可以激发从业人员参与、繁荣股市的信心,引入增量资金,共享资本市场发展的收益。目前,我国股票市场受诸多负面因素的影响,长期在低位徘徊,需要进一步激发市场动能。如果能够对从业人员买卖股票进行松绑,势必会激发起其投资热情,引入增量资金,对我国证券市场的繁荣和国民经济的发展都是有利的。

另一方面,放开对证券从业人员买卖股票的限制,证券从业人员可以积累市场经验,也有利于引领价值投资理念。近几年,随着资本市场的快速发展,各个市场主体及监管机构均招录了大量新人,多数新人并无入市炒股的经历,虽然接受所供职的机构或单位提供的大量培训,但终究不比自身利益与市场挂钩时对市场了解得全面和透彻。一个不了解市场、不了解行情、不了解股票交易基本程序的人,难以成为一名优秀的证券经营者和监管者,也难以担负起发展市场和管理市场的重任。^[10] 放开证券从业人员个人买卖股票,不仅有利于其自身在股市上历练,也有利于进一步发挥其在知识背景和专业技术上的优势,引领价值投资的理念,促进证券市场健康发展。

四、境外证券从业人员买卖股票制度的比较借鉴

从境外发达资本市场的法律实践来看,主要采取了以“疏”为主的

[10] 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》2013年第3期,第98页。

解决模式,并不绝对禁止证券从业人员买卖股票。境外对证券从业人员买卖证券的规制模式,大致可分为两种,即以美国、德国为代表的立法监管模式和以英国、香港地区为代表的自律监管模式。尽管各个国家或地区的规定有所不同,但是证券从业人员的股票买卖受到严格规制是一个不争的事实,其中主要分为两个方面:一是内幕交易的禁止机制,二是利益冲突交易的限制机制。

(一) 立法监管模式

美国是立法监管模式的典型代表,自 20 世纪 30 年代以来,美国就规范证券从业人员买卖证券行为,建立了从成文法到判例法一整套完备的法律监管制度。美国规制证券从业人员买卖股票的法律体系可分为以下几个层级^[11]:

第一层级是基础法律法规,主要包括《1933 年证券法》^[12]、《1934 年证券交易法》^[13]。这两部法律是美国联邦证券法的基石,也构成了美国规制证券从业人员买卖股票的法律法规体系的基础和框架。

第二层级是针对证券从业人员的主体立法,例如,针对共同基金的《1940 年投资公司法》^[14]和《1940 年投资顾问法》^[15]。美国证券交易委员会在监管实践中,还根据新情况的需要,制定和颁布了许多修正案和监管细则,为完善对证券从业人员买卖股票的法律规制起到了重要的作用。

第三层级是美国各州制定的蓝天法,其核心要求是在公开发行股票、债券等有偿证券时必须向公众及时、充分、完整地披露相关信息。

第四层级是相关判例。美国作为判例法国家,判例是其重要的法律渊源,法院的有效判决将成为之后类似判决的法律依据。

美国的法律法规体系并没有禁止证券从业人员买卖股票,而是从防范内幕交易和利益冲突出发,要求证券机构建立一系列内部监控制

[11] 参见秦颖:“论证券从业人员买卖股票的法律规制”,中国政法大学 2011 年硕士学位论文,第 7~8 页。

[12] Securities Act of 1933.

[13] Securities Exchange Act of 1934.

[14] The Investment Company Act of 1940.

[15] The Investment Advisers Act of 1940.

度。证券机构应当在防范内幕交易和利益冲突的法律基础要求之上,进一步制定详细的公司内部监控制度,在规制证券从业人员买卖股票中承担一线的监管职责。证券监管机构则承担事后的监管工作,对出现的内幕交易和利益冲突交易进行事后的惩处。^[16] 美国规制证券从业人员买卖股票的具体规定主要包括:

一是证券机构内部监管制度。为了规制证券从业人员买卖股票的行为,美国证券交易委员会要求证券机构在内幕建立完善的内部监管制度,以避免内幕交易和利益冲突。公司内部监管制度涵盖以下内容:规制员工买卖股票行为的道德守则、监督员工的证券交易、限制清单和监视清单、保存内部监管记录等。^[17]

二是内幕交易禁止制度。为了防止证券从业人员利用内幕信息进行内幕交易,美国制定了一系列详细而周密的制度。《1933年证券法》第17条首次规定内幕交易是违法行为^[18]。《1934年证券交易法》第16条(b)规定了内幕人短线交易收益归入制度^[19]。《1940年投资顾问法》新增了第204A条,要求投资顾问制定政策和程序,防止其利用非公开信息,从事内幕交易等违法行为。1942年和1980年,美国证券交易委员会根据《1934年证券交易法》,制定了10b-5规则和14e-3规则。^[20] 1984年通过的《内幕交易处罚法》加重了对内幕交易的处罚力度。《1988年内幕交易和证券欺诈法》进一步加重对内幕交易的

[16] 参见唐丽子:《美国证券法》,对外经贸大学出版社2005年版,第263页。

[17] 秦颖:“论证券从业人员买卖股票的法律规制”,中国政法大学2011年硕士学位论文,第9~10页。

[18] 美国《1933年证券法》第17条(b)任何人在州际商业中利用任何交通、通讯手段或者工具或者利用邮递来公布、宣传或传播任何通知、通函、广告、报纸、文章、信件、投资服务或通讯,该等活动即使并非意在发售证券,但若说明该证券已经或将要直接或间接从发行人、承销商或交易商获得对价,却未充分披露过去或将来所收取的该等对价及其金额,也属违法。

[19] 根据《1934年证券交易法》第16条(b),为了防止信息被不公平的使用,发行人的收益所有人、董事、高管在六个月内买卖证券所得的收益,归发行人所有。

[20] 10b-5规则禁止任何证券欺诈行为,禁止虚假陈述和重大遗漏。10b-5规则规定在要约收购的情况下,除要约方以外,任何人如果知悉要约收购的内幕信息,那么不惯其知悉该内幕信息的方式,也不管其与收购方之间的关系,除非披露知悉的内幕信息,否则均不得利用该内幕信息买卖收购目标公司的股票。

处罚。

三是个人交易信息报告和披露制度。《1940年投资公司法》Rule 17j-1规定投资公司及其投资顾问、主承销商应当建立相应的内部监控制度,并设定相应的程序决定是否限制交易,防范内幕交易和利益冲突的证券交易行为。同时,该条规定,证券从业人员应当披露个人的交易报告,并在规定的时限内提交,否则应当承担相应责任。此外,根据美国证券委员会的规定,公司对员工违反交易信息报告规定的行为也须承担相应责任,员工持股信息报告是公司内部监控制度的一部分,公司承担监督证券从业人员证券交易的一线任务,并向美国证券委员会报告。^[21]

四是违规交易处罚制度。美国对违规买卖证券的证券从业人员规定了严厉的处罚措施,对违规买卖证券的行为人可以实施罚金、监禁、一定期限或永久的市场禁入等处罚。因此,美国证券从业人员的违法成本很高,对违规买卖证券行为起到了震慑作用。

(二) 自律监管模式

如前所述,在规制证券从业人员买卖股票方面,英国采用的是自律监管模式。“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,以制定法为基本依据,以判例法为基本体现。”^[22]英国没有在成文法中专门对证券从业人员买卖股票作出明确规制,主要由所属公司依据民法、刑法、信托法、证券法等相关机制对证券从业人员个人交易行为进行约束,其主要内容是禁止内幕交易和针对基金从业人员的禁止利益冲突交易。

我国香港地区也是自律监管模式的代表。香港的证券立法最早见于1974年3月1日起生效的《证券条例》和《保障投资者条例》。此后又陆续制定了《证券及期货事务监察委员会条例》、《证券交易所合并条例》、《公司条例》、《证券(内幕交易)条例》、《证券(公开权益)条

[21] 参见唐丽子:《美国证券法》,对外经贸大学出版社2005年版,第157页。

[22] 邱永红:“境外成熟市场规制基金从业人员买卖证券的法律制度及其启示与借鉴”,原载刘俊海主编:《中国资本市场法治评论》(第1卷),法律出版社2008年版,现载http://article.chinalawinfo.com/article_print.asp?articleid=47690,2013年7月31日访问。

例》、《证券(结算所)条例》等十多个条例。2002年4月生效的《证券及期货条例》,是香港证券市场的基础法律,也是规制证券从业人员买卖的基础法律。香港证券及期货事务监察委员会(以下简称香港证监会)2003年发布的《基金经理操守准则》,是香港规制基金从业人员买卖股票的主要法规。香港规制证券从业人员买卖股票的具体法律制度主要包括以下几个方面:

一是内部监控制度。根据《证券及期货条例》第5(1)(m)款,香港证监会的职能和权力包括,促进、鼓励和以强制方式确保受任何条文规管的人或注册机构,采用适当的内部监控及风险管理制度。《基金经理操守准则》1.2(c)要求基金经理“设立完善且其又符合所有使用的监管规定的内部监控和书面监察程序”,1.2(d)要求基金经理“设定完善且与业务相称的风险管理程序”。另外,1.2(c)要求公司内部监控制度应当涵盖:基金经理入职及定期披露持有证券情况、交易前获得批准、开立账户及交易落盘、事后审计追查、与客户利益冲突交易的处理等方面规定。

二是禁止利益冲突交易制度。《基金经理操守准则》第2条是规制基金从业人员利益冲突交易的一般规定,该条要求“从事基金管理业务的人士为本身进行交易时,必须优先处理客户的买卖盘,以避免出现利益冲突”。第2.1.1(b)条对其进行了具体细化,明确了有关人员在替其私人账户进行买卖时,应当遵守的规定。例如,当天在基金经理执行或撤回客户的买卖盘之前,有关人员不得买卖该项投资;如有关人员知道有客户即将进行交易,则有关人员不得在替客户买卖某项投资前后1日内,以私人账户买卖该项投资;等等。

三是禁止内幕交易制度。香港严格禁止内幕交易行为,并制定了严厉的监管措施。《证券及期货条例》第XIV部第2分部“内幕交易罪”是香港管理内幕交易行为的基础性法律。第291条规定了内幕交易的罪行;第292条规定了内幕交易罪的一般免责辩护;第293条规定了内幕交易罪某些受托人及遗产代理人的免责辩护;第294条规定了内幕交易罪某些行使认购或去掉证券或衍生工具的权利的人的免责辩护。2007年9月,在内幕交易审裁处基础上成立的“市场失当行为审裁处”正式运作,其负责处理内幕交易、虚假交易等市场失当行为。对

内幕交易行为有严格的惩罚措施,行政处罚、刑事制裁、民事赔偿三轨并行。

由上可见,无论是以美国、德国为代表的立法监管模式,还是以英国、香港地区为代表的自律监管模式,对证券从业人员买卖证券行为,并没有简单地采取“堵”的思路和办法,而重在“疏”和规范。具体而言,主要采取了以下几个方面的措施:一是不强制禁止证券从业人员买卖股票;二是主要着眼于防范内幕交易和利益冲突,并兼顾防范其他可能存在的问题,构建规制证券从业人员买卖证券的具体制度;三是监管机构努力从注重监管证券从业人员个人,向充分利用证券类公司监管的思路转变;四是在对机构监管贯彻的前提下,实行或者间接实行申报制度。^[23]

五、我国证券从业人员买卖股票制度的完善路径

实践证明,“堵”不是解决问题的良策,“疏”才是有效途径。我国需转变规制证券从业人员买卖证券的理念和思路,借鉴境外成熟资本市场的经验,采取“堵疏”结合的方式,建立起一套完备的证券从业人员买卖股票规制体系。具体而言,就是要修改《证券法》、《证券公司监督管理条例》等规范中绝对禁止证券从业人员买卖股票的规定,允许证券从业人员买卖股票。同时,建立健全公司自治和行业自律制度,完善内幕交易和利益冲突交易禁止制度,建立公司自治、行业自律、行政、民事、刑事多位一体的责任追究体系,形成事前防范、事中监控、事后惩处的规制体系。

(一) 建立健全公司自治和行业自律制度

前已述及,要转变规制证券从业人员买卖股票的理念,顺应证券从业人员个人投资股票的内在需求,把全面禁止证券从业人员个人买卖股票制度,转变到制定严格的监管措施和行为准则,允许证券从业人员

[23] 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》2013年第3期,第99页。

在一定条件下投资股票。

一是建立证券机构^[24]内部监控制度。放开证券从业人员买卖股票后,对证券从业人员个人买卖股票的主要监管职责,将由证券监管机构转移到证券机构,由证券机构担负起自身从业人员个人股票交易行为的日常监管工作。美国《1940年投资公司法》Rule 17j-1明确要求基金管理公司建立完善的内部监控制度,以规范其雇员买卖证券的行为。因此,建议我国证券监管机构借鉴美国的相关规定,尽快发布相关指引或者办法,要求证券机构建立完善的有关从业人员个人证券交易的内部监控制度,以规范其雇员买卖证券的行为。证券机构的内部监控制度主要包括以下几方面的内容:其一是制定关于雇员买卖证券的行为守则和防止雇员滥用非公开信息的书面程序;其二是制定督促、监督雇员遵守行为守则、书面程序以及个人证券交易的申报制度;其三是审核雇员的个人证券交易;其四是保存雇员的相关记录及资料。^[25]

二是建立证券从业人员买卖股票申报制度。根据证券监管人员,证券或基金公司从业人员,证券交易所、证券登记结算公司、证券业协会、基金业协会工作人员等不同类别人员的身份、职责、行业等差异性,制定相应的买卖股票申报制度,可以有效防范和解决证券从业人员买卖股票可能存在的内幕交易和利益冲突问题。证券从业人员的申报应当包括首次持股申报、年度交易申报、敏感交易临时申报等,具体由行业自律组织或所在单位规章制度确定。

三是建立证券从业人员买卖股票强制信息公开制度。阳光是最好的防腐剂,信息公开是证券市场的核心原则。美英等国在证券从业人员买卖股票这个问题上,都强调信息公开的重要性。我国建立证券从业人员信息公开制度时,应根据不同的岗位、职责,制定差异化的规定。对于普通的证券从业人员买卖股票,只要按申报制度的规定履行事前

[24] 证券机构包括证券监管机构、证券公司、基金公司、证券交易所、证券登记结算公司、证券业协会、基金业协会等。

[25] 参见邱永红:“境外成熟市场规制基金从业人员买卖证券的法律制度及其启示与借鉴”,原载刘俊海主编:《中国资本市场法治评论》(第1卷),法律出版社2008年版,现载 http://article.chinalawinfo.com/article_print.asp?articleid=47690,2013年7月31日访问。

申报,而且执行了相关的所在行业、职责、岗位的禁止性规定,其买卖股票的行为应该不受限制。但是,对于一些担当特殊职位的证券监管人员以及证券或基金公司、证券交易所、证券登记结算公司、证券业协会、基金业协会的高级管理人员,应制定买卖股票信息公开制度。

(二)完善内幕交易和利益冲突交易禁止规则

为防范证券从业人员买卖股票涉及内幕交易和利益冲突,需要制定相应有效的内幕交易防范规则和利益冲突处理机制。

一方面,进一步完善现有的禁止内幕交易制度。目前我国立法对内幕交易已经有了明确的规定,对于内幕交易的认定、处罚均有详细的规定。由于证券从业人员特殊的身份,有必要在放开从业人员买卖股票后,制定针对性的规制机制,如进一步完善并推广内幕信息知情人登记制度。具体来说,一是建立禁止交易名单,对于因履行监管职责或参与公司证券事务而知晓内幕信息的人员,禁止其在一定期限内买卖该公司股票;二是建立观察名单,对于建立了业务联系、有可能获知内幕信息的人员,由公司对其交易情况进行监控,适时查看有无内幕交易。

另一方面,建立健全利益冲突交易禁止制度。证券公司、基金公司等从业人员因其身份或地位负有对投资者的忠实义务和谨慎义务,当与投资者利益发生冲突时,应当以公众投资者的利益为先,禁止从业人员的某些交易行为。首先,借鉴美国《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》有关禁止利益冲突交易的规定,立法机构增加或者细化有关利益冲突交易禁止的条款。其次,借鉴美国SEC的相关规则的规定,证券监管机构尽快出台有关禁止利益冲突交易的指引或者办法,对证券公司、基金公司从业人员的同时交易、本人交易、共同交易、代理交易等利益冲突交易行为严加规制。最后,充分发挥行业自律和公司自治,主要由行业协会通过自律规则和从业人员所在公司通过内部管理制度,来实现对利益冲突的防范。证券公司、基金公司从业人员所在部门、公司内部建立防火墙机制,通过有效制度和机制隔离信息传递,防范公司内部不同部门之间以及与普通投资者之间的利益冲突。

(三)建立多位一体的责任追究体系

放开证券从业人员买卖股票之后,一定要有严格的法律责任追究机制来防范违法违规买卖行为。证券从业人员违反内幕交易和利益冲

突的有关规定买卖股票的行为,要根据违法违规行为性质、情节、危害来追究相关责任。通过建立公司自治、行业自律、行政、民事、刑事多位一体的责任追究体系,做到违规必查、责任必究。

一是公司自治责任。对于证券从业人员违规交易,首先由公司根据内部规章制度,追究内部责任,如罚薪、辞退等。二是行业自律责任。证券交易所、证券业协会、基金业协会等自律组织,根据自律管理规定进行责任追究,如公开谴责、取消从业资格等。三是行政责任。违法违规情节严重的,由证券监管部门追究行政责任,如课以罚金、市场禁入等。四是民事责任。涉及损害投资者利益的,投资者可通过仲裁、诉讼等途径追究其民事责任。五是刑事责任。对于内幕交易、利用非公开信息交易等犯罪行为,依法移送司法机关追究其刑事责任。

构建对于证券从业人员违规买卖股票的多位一体的责任追究体系,能够对从业人员违规买卖股票形成有效威慑。公司自治责任、行业自律责任、行政责任、民事责任、刑事责任这几种不同的责任方式,各自起着不可或缺的作用,同时又各有分工、各有侧重,共同构成完整的责任体系。其中,公司自治、行业自律、行政责任是对违反证券市场秩序行为的惩戒,重在纠正行为人的不当行为,恢复正常的交易环境;民事责任重在消除证券违法行为的损害后果,使侵害人与受害人之间已经失衡的利益关系得以恢复原状,使投资者的利益得到救济;而刑事责任则重在打击和遏制证券犯罪行为,剥夺其进一步实施犯罪的条件。^[26] 总之,对于证券从业人员买卖股票问题,要有堵有疏、放而不乱,从而实现促进证券市场稳定健康发展的目标。

[26] 参见邱永红:“境外成熟市场规制基金从业人员买卖证券的法律制度及其启示与借鉴”,原载刘俊海主编:《中国资本市场法治评论》(第1卷),法律出版社2008年版,现载 http://article.chinalawinfo.com/article_print.asp?articleid=47690,2013年7月31日访问。