

## 论内幕信息的认定

肖宪洪\*

**摘要:**本文以股价敏感事件的进程分析为基础,提出了一种便于操作的内幕信息认定模型。模型从静态内幕信息与动态内幕信息的视角出发,将内幕信息的认定分解为“确定内容”和“确定起点”两个方面,并分别设定了直观明确的判断标准。文章提出,“确定内幕”必须结合事件流程、当事人交易及外部环境,“确定起点”既要从“事”的角度判断内幕信息的“实质性”,又要从“人”的角度判断内幕信息的“确定性”。

**关键词:**内幕信息 认定 敏感期

内幕信息的认定是查办内幕交易案件的难点之一。现有的认定思路是通过对内幕信息“重大性”的判断,考察“可能性”和“影响度”两个因素。在实际工作中,对“可能性”和“影响度”的准确界定非常困难,操作性不强。通过学习《香港内幕交易案例译评》、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》及相关案例,笔者拟结合自己的办案体会,借助内幕信

---

\* 中国证监会稽查总队干部。

息认定模型,提出一种便于操作的内幕信息认定思路 and 标准。

## 一、内幕信息的“动静二象性”

### (一) 内幕信息内涵的两个构成要素

内幕信息的内涵在理论上存在很多争议。目前的实际工作中,大多以内幕信息的内容和敏感期作为两个重要的构成要素。稽查执法中认定内幕信息有两个步骤:一是确认内幕信息是什么;二是判断内幕信息敏感期的起点,即内幕信息的形成。笔者认为,虽然在认定内幕信息时应综合考虑这两个方面,但在概念、要素及操作上它们各自独立。如果未能准确认识这种独立性,会造成概念相互掺杂缠绕,无法为实际工作提供具体指导。

比如,有一种观点认为,“在判断某一非公开信息是否具有重大性时,要考虑非公开信息的‘可能性’与‘重大程度’两种因素”。<sup>[1]</sup>笔者认为,该观点就将内幕信息与内幕信息的形成两种概念混淆在一起,既用内幕信息的形成去确认内幕信息,又用内幕信息去判断内幕信息形成,使两者同时处于待确定的状态之中。如果“可能性”和“重大程度”没有明确的判断标准,这套理论看起来合理,却无法付诸实践。犹如二元一次方程的两个未知数,有无数的解,又相当于无解。笔者认为,应将“内幕信息内容”和“敏感期形成”两个方面独立分析,并设定各自具体的判断(要素)标准。

### (二) 内幕信息的“内容”是静态表象

《证券法》第七十五条规定:“证券交易活动中,涉及公司的经营、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的信息,为内幕信息。”显然,内幕信息有且只有两个构成要素:一是信息对该公司证券的市场价格有重大影响,即“重大性”或“价格敏感性”;二是信息尚未公开,即“非公开性”。只有同时具备“重大性”和“非公开性”

---

[1] 中国证监会行政处罚委员会:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第29页,引用美国最高法院的测试标准。

这两个特点的信息,才属于内幕信息。

在一个重大(内幕)事件的发展过程中,可能会产生许许多多的能够达到双要素要求的信息。假设我们将主要内容不同的信息,例如,与A公司重组和与B公司重组;或定向增发收购X资产和定向增发收购Y资产,视为不同的内幕信息,则我们面对的问题首先是一个选择题。我们要做的就是合理界定并确认一条最适合案情需要的信息作为内幕信息。

对于选定的内幕信息,其内容就是一个静态概念,自启动到确定都是明确不变<sup>[2]</sup>的;在时点上,它反映为内幕信息确定(或公开<sup>[3]</sup>)的时点是静态且唯一的;在要素上,因信息内容是明确不变的,所以其与生俱来的两大要素“重大性”和“非公开性”必然是不变的。如下图所示:



### (三)内幕信息的形成是动态表象

毋庸置疑,内幕信息有一个启动、形成、确定和最终公开的过程。这一过程是内幕信息的一个动态概念,被称为内幕信息的形成。内幕信息何时形成对案件的定性至关重要。可以说,判断内幕信息的形成时点,是仅次于认定内幕信息传递路径的办案难点。在实际工作中,我们通过将内幕事件发展进程中的各时点证据逐一论证其对内幕信息确定的影响来判断何时形成。因此,“确定性”是内幕信息形成的构成要素,具体判断标准见本文第四部分“证明内幕信息的形成”的内容。

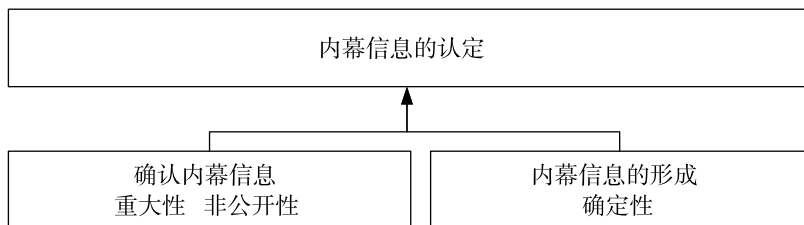
[2] 若发生主体内容或关键内容变化,应当属于另一条内幕信息。

[3] 一般以公开或签订明确协议或合同的时点为宜。

#### (四) 案例分析:静态表象和动态表象的关系

以“陈建良内幕交易案”为例,分析内幕信息认定模型的两个方面:先看静态表象,在天山股份重组的过程中,会发生很多符合双要素的信息,但最符合案情需要的信息为“大股东新疆屯河出让其持有的天山股份股权”,该内幕信息自启动到确定(或公开)其内容明确不变〔4〕,且符合双要素,信息时点也是唯一的(6月24日)。再看动态表象,“该信息是何时形成的”是一个动态分析的过程,最终符合“确定性”要素的具有“实质性”〔5〕的证据是中介机构进场,其发生时点6月15日即为内幕信息形成时点。

根据上述分析,笔者认为内幕信息的认定,要分别分析静态和动态两个方面,要论证“重大性”、“非公开性”和“确定性”三个基本要素。它们的关系如下图所示:



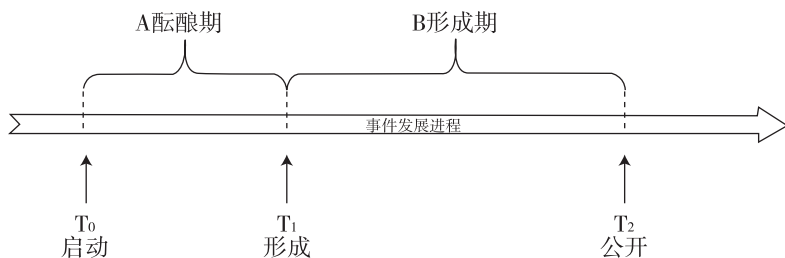
## 二、认定内幕信息的分析模型

### (一) 模型概述

基于前面的分析,笔者构建了内幕信息的认定模型。由于内幕信息实际是由事件触发的,为了便于理解和分析,本文借助一个事件进程模型剖析认定内幕信息的全过程,并提出相应的方法和标准。

〔4〕 至于与股权出让给谁、以何种方式出让等,则应当是其他内幕信息范畴了。

〔5〕 “实质性”是笔者给出的判断“确定性”要素的具体判断标准,详见本文第四部分“证明内幕信息的形成”的内容。



用  $T_0$  表示事件的启动,  $T_1$  表示事件的形成,  $T_2$  表示事件的公开。设 A 为事件的酝酿期, B 为事件的形成期(内幕信息敏感期), 则:

$$A \in [T_0, T_1)$$

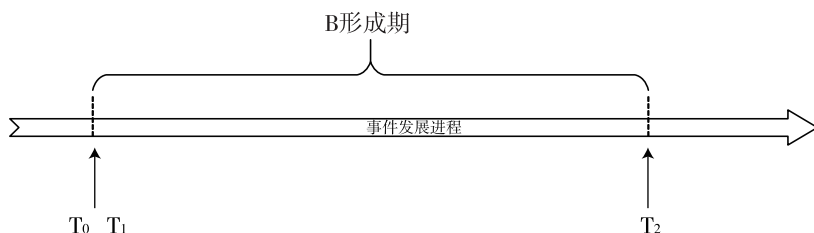
$$B \in [T_1, T_2]$$

内幕信息存在期间为  $[T_1, T_2]$

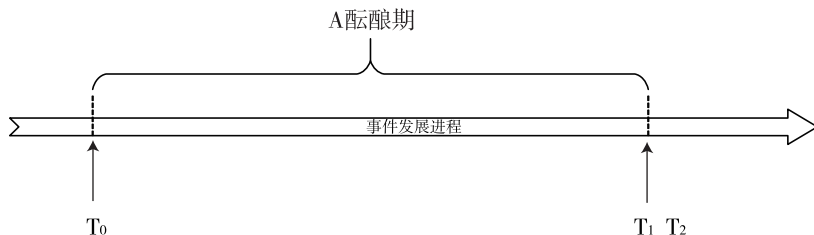
上述模型以事件进程(时间)为轴, 包括一个前提、三个时点和两个期间: 一个前提是内幕信息内容已确认, 该信息具备重大性和非公开性; 三个时点是启动、形成和确定(或公开)的时点, 两个期间是酝酿期和形成期。从事件的启动到事件的形成是事件的酝酿期, 这个期间不包括事件的形成时点。从事件的形成到事件的确定(或公开)是事件的形成期, 这个期间包括事件的形成时点和事件的确定(或公开)时点, 也就是我们所称的内幕信息敏感期。在整个事件的酝酿期, 期内发生的事件对于信息最终确定未起到关键性作用, 主要是启动和试探, 是一个量的积累; 事件的形成期意味着信息已经形成, 期初发生的事件为信息最终确定起到了“实质性”的作用, 是一个质变点。

## (二) 两种有代表性的观点

在内幕信息的认定中存在两种极端观点: 一种为激进派观点, 另一种为保守派观点。比较激进的观点认为, 事件启动时内幕信息即形成, 启动的标志可能仅仅是收购方董事长脑海中的想法。把这种观点放入笔者提出的内幕信息认定模型中分析发现, 内幕信息不存在酝酿期,  $T_0$  和  $T_1$  重合。如下图:



比较保守的观点则认为,只有相关的决策、协议等正式文件产生时内幕信息才形成,也就是形成时点与确定时点重合。用笔者提出的内幕信息认定模型来分析,内幕信息价格敏感期大大缩短,极端情况下,前一天收市后最终协议完成,第二天早上公告,几乎不存在敏感期, $T_1$ 和 $T_2$ 近乎重合。如下图所示:



举例来说,在调查国有企业重组内幕案件中,国有企业能否重组与国资委的态度息息相关。在调查组向国资委了解情况的过程中,往往得到的答复时,某日上午国资委与国企高管开会,确定重组事宜,下午上市公司即予停牌。按保守的观点,内幕信息于当天中午形成,内幕信息敏感期仅为中午至停牌的几个小时。而对于前期国企向国资委申请重组报告、国企为重组进行清产核资及国资委内部讨论等重要事件对于内幕信息的影响则未予考虑。

### 三、模型应用之一:如何确定内幕信息的内容

我们首先来完成模型中“前提”部分工作,即确认一条内幕信息的内容。在事件发展过程中符合两要素的信息很多,如何界定并确认一条符合案件要求的内幕信息。笔者认为,主要包括两个方面:

### (一) 界定的范围

只有内容明确的信息才能纳入界定的范围,不具体的消息或者市场上的谣言都不是内幕信息。明确,是指信息本身的描述必须清晰、明白且确定不移,即内幕信息的内容不能模糊不清或有歧义。例如,我们不能将内幕信息描述为“某某公司可能要重组”,而应描述为“某某公司重组”。关于“明确性”的实际判例,如“益安国际集团有限公司内幕交易案”〔6〕和“毅兴行有限公司股票内幕交易案”〔7〕,香港内幕交易审裁处界定,构成内幕信息需要满足三点条件:一是要有明确的信息,二是不为公众所知悉,三是一旦公开对股价有实质性影响。

但是,由于内幕信息是事务发展中的信息,因此不能要求内幕信息是“精确”的。例如,我们不宜将内幕信息描述为“某某公司于X年X月X日重组”,我们可以将精确的内容转化为大内幕下的小内幕另行定义〔8〕。例如,“FIRSTONE股票内幕交易案”〔9〕对内幕信息的要求是“特定的或准确的,而传言和无目标的消息则不能成为内幕消息。即使有点模糊的消息也可以特定的。”又如,上海祖龙内幕交易案中,法庭提出内幕信息应具有“真实性”,指出“在相关信息只要不是谣传或凭空想象,而是处于发展中的事务的准确信息。”很明显,此处“真实性”强调信息应当是准确的,不是谣传或凭空想象的,且并不要求“精确”。

### (二) 界定的方法

实践中,即使排除一些不“明确”的信息,往往仍面临“多选一”的情况。如何界定有用的信息作为内幕信息显得尤为重要。结合案例,界定内幕信息的主要方法归纳如下:

1. 按事件进程逐步(继起式)、逐条(包容式)确认。按事件发展进程的各个重要节点并结合异常交易、市场表现(信息对股价的影响)逐步逐条明确内幕信息是最普遍的内幕信息界定方法。在现实操作中,又可以分成继起式、包含式两类。

---

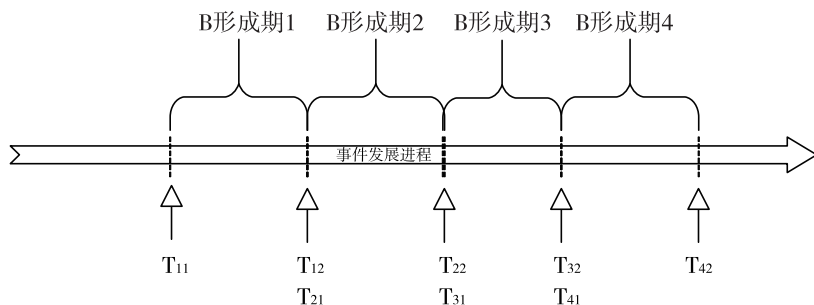
〔6〕《香港内幕交易案例译评》,第234页。

〔7〕《香港内幕交易案例译评》,第318页。

〔8〕见本文〔三、(二)2.按信息内容的精确程度确认〕。

〔9〕《香港内幕交易案例译评》,第464页。

(1) 继起式, 表现为在事件发展进程中各内幕信息逐步公开, 内幕信息敏感期前后继起或交叉。例如, “国际城市股票内幕交易案”<sup>[10]</sup> (以下简称“国际城市”案) 中, 香港证监会按事件发展的进程, 从交易双方接触开始, 直至交易终止之时共明确界定了 4 项内幕信息。第一个内幕期从交易双方接触开始, 到传言在市场出现时止, 内幕信息是该项交易的存在(注: 本内幕信息是“交易的存在”而非“发生了交易”)。第二个内幕期是从传言在市场出现开始, 到王光英公开确认交易时止, 内幕信息是交易达成, 即“发生交易”。第三个内幕期从传言在市场出现开始, 到取消条款的传言在市场出现为止, 内幕信息是取消条款的存在。知悉“取消条款”的存在是内幕信息。第四个内幕期从双方决定取消交易开始, 到取消交易正式公布时止, 内幕信息是交易取消。“国际城市”案以事件发展进程结合市场传言, 对双方接触、发生交易、取消交易 3 个发展中结点确认了 4 项内幕信息, 包括 4 个前后相继的敏感期。如下图所示:

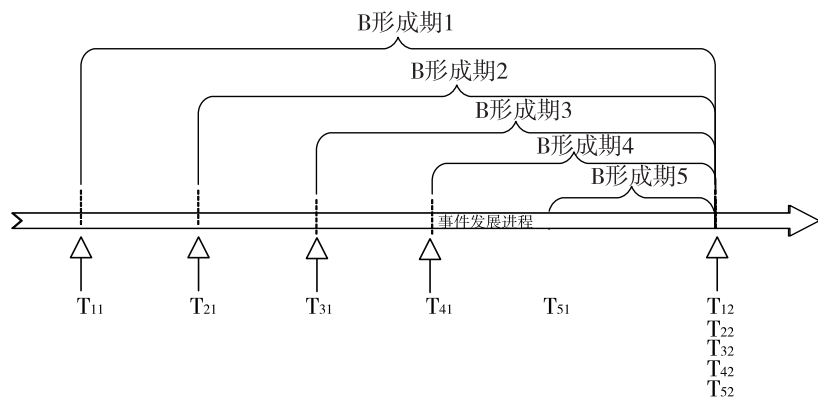


(2) 包容式, 表现为在事件发展进程中各内幕信息公开时点相同, 但各内幕信息形成时点有先后之分, 各敏感期包容。在“益安国际集团有限公司股票内幕交易案”<sup>[11]</sup> 中, 香港证监会内幕交易审裁处将“上市公司 1992 年利润最终下跌”作为内幕信息, 按上市公司利润形成过程共认定了 5 条内幕信息, 而这 5 条内幕信息具有形成时点有先后, 但确定(或公开)时点相同的特点, 敏感期相互包含, 如下图所示。

[10] 《香港内幕交易案例译评》, 第 369 页。

[11] 《香港内幕交易案例译评》, 第 234 页。





通过上面的案例可见,逐步逐条确认的原因在于,每个知情人知悉的内幕信息内容与知悉时间都有可能不同,如不逐步、逐条界定内幕信息,而是将所有知情人都纳入一条内幕信息,就容易出现证明困难或证据漏洞,给当事人推脱责任提供了可能。这也是为什么在“益安国际”案中,内幕交易审裁处逐一明确5条内幕信息,并在此后逐一论证“谁知道什么,什么时间知道”的原因。

2. 按信息内容的精确程度确认。随着事件发展,重大事项包含的一些重要条款或重要细节也可单独成为内幕信息。前述“国际城市”案就将合同中的“取消条款”单独明确为一条内幕信息。“毅兴行有限公司股票内幕交易案”<sup>[12]</sup>也将重要条款或细节确定为内幕信息。在这种情况下,经常需要区分“大内幕信息”和“小内幕信息”。“小内幕信息”是指从属于“大内幕信息”的子信息,相应的敏感期也需要区分为“主敏感期”和“子敏感期”。

案例一,“潘海清内幕交易案”<sup>[13]</sup>。该案在内幕信息认定中,提出了“一级敏感期”(主敏感期)和“二级敏感期”(子敏感期)的概念。所谓“一级敏感期”,是指从内幕信息形成至公开,涉及内幕信息的全部内容。“二级敏感期”,是指内幕信息作为一个信息整体已经公开,但

[12] 《香港内幕交易案例译评》,第318页。

[13] 中国证监会行政处罚委员会:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第17页。

是内幕信息的部分重要内容仍处于未公开状态,就是我们平时说的大内幕下的小内幕。具体来说,该案将“公司预盈转预亏”作为主敏感的内幕信息,将“公司亏损的具体程度”作为子敏感的内幕信息。这与香港证监会的“国际城市案”、“毅兴行有限公司股票内幕交易案”等案例殊途同归,异曲同工。

案例二,“深圳经济特区 FDC 股份有限公司原董事长叶某和特定关系人顾某内幕交易案”<sup>[14]</sup>。该案中的“大内幕信息”已经公告:2000年4月,FDC公司曾召开新闻发布会,宣布签订了重大投资的框架协议,而“小内幕信息”是FDC公司的投资比例和具体经营方式,并没有在此次发布会上同步告知,而是于2000年6月19日才由FDC公司公告。该案认定,投资细节是证明该项投资重大的关键,属于内幕信息。

### 3. 三种特殊情形的内幕信息确认:

(1) 谣言或传闻本身不构成内幕信息,但是用于判断谣言或传闻是否真实的事实,在满足构成要素的情况下,可以确认为内幕信息。“国际城市”案中,第一条和第三条确认的内幕信息均与“传闻”有关,但并非传闻本身,而是证实传闻是否真实存在的事实。比如,第一条内幕信息是“交易的存在”,而非“可能存在交易”,第三条内幕信息是“取消条款的存在”,而非“可能有取消条款”。“潘海清内幕交易案”<sup>[15]</sup>中指出“一般说来,市场传闻本身并不构成内幕信息,但是根据现行规则,一旦发生影响股价异动的市场传闻,公司应当及时予以澄清,在公司澄清以前,‘市场传闻是否真实’就构成内幕信息。”

(2) 内幕信息所载事件是否成功实施不影响内幕信息的确认。“国际城市”案中的交易最终没能成功实施,但却并不影响内幕信息的确认。不但如此,“交易取消”本身就构成一条内幕信息。“WONGSun、SanritaWONG及WilliamFUNG涉嫌内幕交易案”<sup>[16]</sup>也将“取消巴斯夫

---

[14] 中国证券监督管理委员会稽查局:《证券期货稽查典型案例分析》(2008年卷),科学出版社2012年版,第221页。

[15] 中国证监会行政处罚委员会:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第18页。

[16] 《香港内幕交易案例译评》,第209页。

的收购交易”确定为内幕信息。例如“四川 TG 实业有限公司内幕交易案”<sup>[17]</sup>中有人就认为重组方 TG 公司并没有重组 CJ 公司的实力,重组信息属于虚假信息,所以不构成内幕信息。但该案调查组认为虽然现在看来 TG 公司没有重组 CJ 公司的实力,但在当时情形来看:一方面上市公司相信重组是真实的,而且双方也按重组的工作要求正常运作,是一个明确的重大信息;另一方面内幕信息没有公告,广大投资者和社会公众尚未获知,信息具备“非公开性”。内幕信息两要素具备,应当予以确认。而信息形成之后的发展情况与确认的内幕信息没有关系,否定重组信息的相关事实应认定为另一条内幕信息。

(3) 附有条件的内幕信息,其附加条件不影响内幕信息的确认。

案例一,“瞿湘内幕交易案”<sup>[18]</sup>。处罚决定认为,上市公司特发公司于 2005 年 11 月 25 日就签订了《合同书》,但该合同书需要上市公司母公司特发集团审批才能具体实施,特发集团于 2007 年 10 月 12 日审批同意《合同书》。一般认为,确认内幕信息时不但需要考虑合同签订情况,而且应当考虑合同审批情况。实际情况往往是,报告集团公司与集团公司审批的过程往往需要一段时间,有时审批时间畸长(如该案,长达近两年),会导致内幕信息知情人众多。如果把内幕信息开始形成时间确定为集团批复之日,就会使此前知悉信息而买卖股票的不法之徒成为漏网之鱼,不利于防范和打击集团审批过程中的内幕交易。因此,该案应当适用笔者提出的“附有条件的内幕信息,其附加条件不影响内幕信息的确认”的原则,在 2005 年 11 月 25 日即可确认内幕信息。

案例二,关于 Z 公司利润分配方案的内幕交易案。Z 上市公司是一家房地产开发企业,2010 年 8 月,公司董事会计划在半年报实施高送转方案。虽然其账面预收款较高,但由于工程尚未结转,账面亏损,经交易所沟通 Z 公司放弃半年报利润分配计划,但公司董事会一致表示,一旦工程完工结转收入后,财务数据符合利润分配条件,公司将继

---

[17] 中国证券监督管理委员会稽查局:《证券期货稽查典型案例分析》(2006 年卷),科学出版社 2011 年版,第 251 页。

[18] 中国证监会行政处罚委员会:《证券行政处罚案例判解》(第 1 辑),法律出版社 2009 年版,第 11 页。

续实施高送转方案。当事人于2010年8月知晓上述信息,2010年11月当事人知悉上市公司开始竣工决算,并获取了上市公司的盈利预测数据后,于11月底买入上市公司股票。2010年12月初,上市公司公告利润预测数据和高送转方案。从该案来看,2010年8月,从公司召开董事会到公司放弃半年报利润分配计划,该期间的内幕信息为“公司准备实施高送转”。从公司被迫放弃半年报利润分配计划到公司公告高送转方案,该期间的内幕信息改为“年底前,一旦工程竣工结转收入,公司就实施高送转”。后者是附有条件的内幕信息,附加条件是“一旦工程竣工结转收入”。虽然附有条件,但不影响该内幕信息的确认。

4. 关注与信息相关的其他因素。首先,需要关注的是,内幕信息确认应结合当事人交易情形。如果确认的信息与当事人交易无法建立关联,那么这条信息就没有确认的意义。其次,还要关注与信息相关的政治、经济环境、事件参与方的背景等外部因素,这些因素有可能是影响内幕信息确认的关键所在。以下举例说明背景因素的作用:

(1) 经济环境:“Francis, Cammie 和 Lisa 涉嫌内幕交易案”<sup>[19]</sup>中,内幕信息第(2)点“买方集团将会包括一家中国公司,‘中国冶金’”。此条确认为内幕信息的原因是当时市场热衷于中国大陆公司正在接触或者可能收购香港上市公司的传闻,股价对这些传闻异常敏感。

(2) 地域及背景:“Stime 股票内幕交易案”<sup>[20]</sup>中阐述关于内幕信息具备特定性和确定性时,专门指出“即使不提及华证康通信技术股份有限公司的名称,作为一个强大政治背景的中华人民共和国公司,也超过了与一般合作的意义。”可见,相关地域及背景在确认内幕信息也是一项重要参考因素。

通过以上分析,关于如何确认内幕信息,笔者的结论是:除了信息必须符合“重大性”和“未公开性”构成要素外,信息内容必须明确,具体界定时还需要结合事件进程、信息内容、当事人交易及外部环境等逐步逐条确认,遴选出与案件相关性最强的内幕信息。

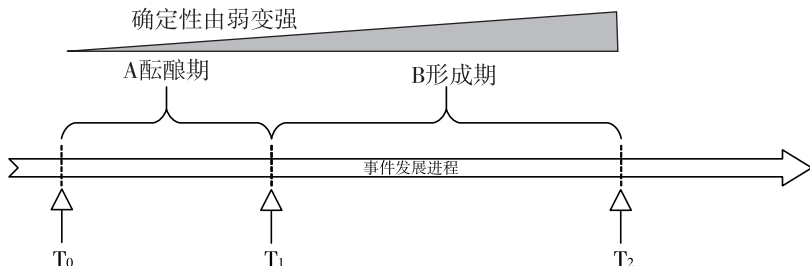
---

[19] 《香港内幕交易案例译评》,第183页。

[20] 《香港内幕交易案例译评》,第162页。

#### 四、模型应用之二:如何判断内幕信息的形成时点

内幕信息确认后,模型的第二步就是通过“确定性”要素来判断内幕信息形成时点。笔者建议的方法是,将内幕事件发展进程中具有时间特征的证据代入模型,按时间顺序逐一论证其对内幕信息的“确定性”的影响。如下图所示:



随着时点由  $T_0$  向  $T_2$  不断推进,各时点证据证明内幕信息的“确定性”也逐步由弱变强,最终将与内幕信息公开的时点  $T_2$  重合,这时“确定性”就转为确定了。我们需要判断一个时点  $T_1$ ,这个时点的证据对内幕信息起着实质性的关键作用,代表着内幕信息形成。

##### (一)从“事”的角度判断“实质性”

##### 1. 以事件的“实质性”进展为判断标志

找出事件的“实质性”进展,并作为内幕信息形成的判断标志,在实践中已基本达成共识,在以往案例中也多有体现:

案例一,“青海 SPYY 公司董事会秘书兼副总经理邓某涉嫌内幕交易案”<sup>[21]</sup>中将“实质性筹备”认定为内幕信息形成的标志。双方于 2004 年 8 月提出动议,9 月 17 日中介进场,11 月签订协议。调查组认为 8 月资产置换的动议提出后,是否具有可行性并不明确;但 9 月中介入场,已标志着项目运作进入实质阶段,至此内幕信息形成。可见,该

[21] 中国证券监督管理委员会稽查局:《证券期货稽查典型案例解析》(2005 年卷),科学出版社 2011 年版,第 17 页。

案将“实质性筹备”认定为内幕信息形成的标志,而“动议”的提出与内幕信息形成并不必然同一,再好的动议也可能是空中楼阁,事项是否进入“实质性”操作,才有实际意义。

案例二,“陈建良内幕交易案”的处罚决定书(证监罚字[2007]15号)中以“通报上述股权转让谈判将进入实质性阶段的情况”对内幕信息形成进行描述。

案例三,“FIRSTONE 股票内幕交易案”<sup>[22]</sup>。与案例一类似,虽然早在6月23日双方已通过中间人就控股权进行接触,形成了充分的共同基础和预期,但该案仍将6月26日双方领导之间的会议认定为决定性事件,并认定6月26日为内幕信息的形成日期。香港证监会的认定理由是:(1)在6月26日之前,控股的提议仍具有不确定性,主要讲述未来的可能性和获取控股权的方法。(2)6月26日之前的,所有的谈判都是由中间人进行,应定性为“试探”。(3)6月26日的会议结束,双方才达到原则性一致。

案例四,“X公司重组内幕交易案”。上市公司X属A政府控股企业,A政府早有将其控股权转让的想法。2010年8月1日,A政府主管工业的副市长前往企业B参观并约见了B企业董事长,双方谈及由B重组X公司事宜,B企业董事长表示愿意开展进一步工作。之后,双方频繁接触且多次修订合作协议。其间,虽经B企业多次申请,但A政府一直未将B企业确认为战略合作伙伴,直至9月1日双方高层再次正式见面,才最终确定战略合作身份。虽然8月1日双方最高领导进行了初次会后双方进行了协议起草和修订,但B企业的合作身份一直未能取得政府方面的明确认可。直至9月1日,双方领导再次会面并明确了B企业的战略投资者地位后,股权收购项目才进入实质性阶段。因此,9月1日之前可以称之为“试探”阶段,9月1日发生的事件,对内幕信息来说是一个具有实质性意义的关键事件,它标志着内幕信息的形成。

## 2. 事件的“可能性”发展不能作为判断标志

目前实践中,有时会将“可能性”、“高度可能性”替代“实质性”进

---

[22] 《香港内幕交易案例译评》,第480页。

行判断。如“陈建良内幕交易案”<sup>[23]</sup>等。但笔者恰恰认为,使用“可能性”标准正是导致诸多内幕期间判断不清的根源,同时也为当事人逃脱责任提供了借口。之所以不将“可能性”作为判断的标准,是因为它本身就是一个模糊的概念,用一个模糊的概念作为判断标准不但困难而且有风险。其一,你很难界定到底多少才是“高可能性”,多少才是“低可能性”,是概率的50%以上、还是数学正态分布( $\mu - \sigma, \mu + \sigma$ )的68.27%或是更高;其二,你甚至无法对一个事件的“可能性”给出一个合理的度量,即明确告知它的可能性是多少;其三,也是最重要的,你很难制定一个标准(或百分比),说超过这个标准就是信息形成,低于这个标准信息就未形成。如果标准定低了就可能偏向激进,带来法律风险,高了又转为保守,破坏公平正义。

另外,从投资者决策心理的角度来说,即使“可能性”较低,也并不能阻挡投资者“一搏”,马克思曾说过,风险与收益是正比的。更何况,如果是内幕事件的当事人,获取的信息较普通投资者已多出很多,“冒险一试”的动力更大。正如美国证券交易委员会在 *InreWentz, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 83, 629 (May 15, 1984)* 一案的观点:即使事件发生的可能性只有25%,但任何一个合理的投资者,在得知这一消息时,都会对自己的投资重新考虑,因为该消息对公司的未来盈利有重大影响。

因此,“可能性”不但从技术上难以成为一项判断标准,在实际应用上,也不能据以排除内幕交易者的动机。

### 3. 案例分析:对比“实质性”和“可能性”的判断

“董正青内幕交易案”中,证监会将内幕信息确定为“广发证券借壳延边公路”,形成时点为2006年5月10日。这一形成时点的确定就是重“实质性”而轻“可能性”的典型案。法庭指出,内幕信息于5月10日形成的证据是“广发证券员工周伟根据讨论结果制作了《广发证券股份有限公司借壳上市》方案,广发证券确定以延边公路和辽宁时代为备选壳的借壳上市方案。”法庭认为《广发证券股份有限公司借壳上市》方案确定以辽宁时代和延边公路为备选壳,不仅详细比较了两

---

[23] 中国证监会行政处罚委员会:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第28~29页。

者的借壳成本,还对借壳该两家公司的方法、步骤等工作进行了深入的分析。由于该方案中借壳目标公司明确,有具体的借壳工作安排,且是根据被告人董正青等广发证券高管人员与大股东董事长尚书志在5月8日开会充分讨论的结果制作,该消息一经公布将对辽宁时代和延边公路的证券价格都将造成重大的实质性影响。法庭上述一系列论证只为说明一个事实,那就是《方案》确定表明借壳工作进入了实质性阶段,应当认定为内幕信息形成。

如若从“可能性”的角度,延边公路和辽宁时代被借壳的可能性各占“50%”,显然达不到一般意义上的“高度可能”的标准,至少当时调查部门没有掌握广发证券对某支壳有优先倾向的证据。此时,若纠缠于“可能性”标准,如同作茧自缚,让董正青这类违法之徒逃脱法律的惩罚。恰恰当事人的辩护律师也企图从“可能性”这个角度入手替当事人辩护无罪。法庭的观点很明确,对于亲身参与借壳重组且属重要成员的董正青来说,其买入两支股票中的任何一支都是内幕交易。

从以上案例可见,使用“可能性”标准判断内幕信息形成是有先天缺陷的,调查中应以各事件对内幕信息是否发挥“实质性”作用判断内幕信息形成。

## (二)从“人”的角度判断“确信度”

《内幕交易司法解释》的新闻发言稿<sup>[24]</sup>中对于“内幕信息敏感期的特殊情况”的解析为“特殊情况下,要看交易主体对市场预期判断的主要依据是什么,由于影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员对其行为所带来的市场影响具有较高的确信度,且该类人员往往是在‘重大事件’、‘计划’、‘方案’、‘政策’和‘决定’形成时间之前就从事相关证券、期货交易,所以其动议、筹划、决策或者执行的初始时间,应当认定为内幕信息的形成之时”。可见,站在人的角度,内幕信息是否形成取决于其对内幕信息是否发生的“确信度”判断。但“确信度”是一个较为模糊的词,我们仍旧需要明确一些显现的要素标准来间接体现人对“确信度”的判断。笔者将这些显现要素归纳为两点:一

---

[24] 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》的新闻发言稿:第二章第(五)。



是“身份”要素;二是“参与度”要素。

1. “身份”要素。千年的人治文化底蕴,使得我国企业重大事务往往取决于少数几个人的想法,集体决策实际流于形式。也正因如此,内幕信息相关人员身居何种(职务)身份对于内幕信息最终能否形成起着至关重要的作用。前述董正青案件中,董正青身居广发证券总裁,主管广发证券经营业务;其在5月8日又与同样居有重要(职务)身份的大股东董事长尚书志充分讨论了借壳事宜。两个如此身份的人对于决策借壳事宜起到何种影响不言而喻。

2. “参与度”要素。首先,如果这些有“身份”的人未对内幕信息给予一定的关注或亲身参与,那么内幕信息最终能否成行也存在疑问。其次,如果交易人没有亲身参与其中,如同《司法解释新闻发言稿》所言,其也无法对内幕信息的形成产生一定的确信度。因此,相关人员参与内幕信息的“参与度”也是内幕信息形成中需要考虑的要素。前述董正青案件中,董正青是借壳事项的主要负责人,其不但参与并主导了选壳,还参与分析、讨论等一系列工作。

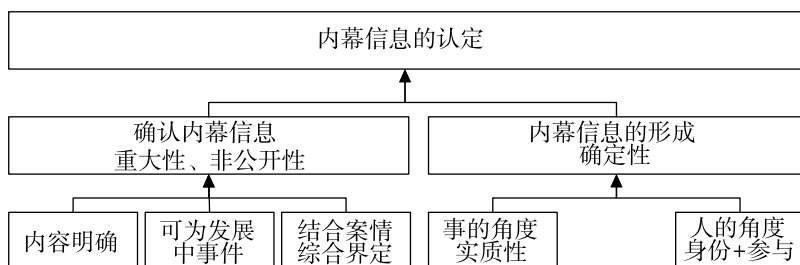
3. “身份”与“参与度”要素综合分析的案例。“侨福建设企业机构研报”<sup>[25]</sup>中,香港证监会审裁处证明当事人黄周旋确信内幕信息就是将“身份”和“参与度”要素结合起来共同判断的结果。香港证监会审裁处证明:(1)从当事人身份来看,黄周旋虽然退休,但在侨福一直拥有一间办公室,而且有证据表明黄经常前往那个办公室,公司员工仍称黄为老板、头号领导等。(2)黄退休后仍明显介入了侨福公司的业务,并给公司带来了业务。(3)虽然没有任何书面授权,但黄在8月13日去北京的角色明显是相关信息的主要推动者,其所拥有的位置可能合理推断他能够获得相关信息。(4)从当时的文件来看,相关事项的在8月13日前酝酿多时。最重要的对于交易对象一个大型的国有石化在见面后的1天内即完全了全部的细节商议和决策是不现实的。综上,审裁处认为交易行为的酝酿始于8月13日前,并且黄有理由相信交易会顺利通过。

从以上分析及案例可见,从“人”的角度判断“确信度”,须将“身

---

[25] 《香港内幕交易案例译评》,第275页。

份”和“参与度”结合起来,单独不能完成判断任务。



## 五、研究小结

综上所述,内幕信息认定的过程和标准(要素)如上图所示。实际工作中,应遵循先界定、确认内幕信息内容,后判断内幕信息形成的顺序,将两方面结合认定。界定、确认内幕信息内容的判断标准包括,内幕信息必须是明确的,不具歧义的;内幕信息可以是事件发展中的信息;确认内幕信息需要结合事件流程、信息内容、当事人交易及外部环境逐步逐条确认,从而选出与案件相关性最强的内幕信息。判断内幕信息的形成时点,需要从“事”和“人”两个角度综合判断内幕信息形成的“确定性”。从事的角度,以各证据对内幕信息的“实质性”作用为标准。从人的角度,以相关人“身份”和“参与度”为标准综合判断。