

并购重组中的内幕交易主体规制

——以《证券法》相关制度完善为依归

朱文超*

摘要:近年来,并购重组活动已经成为内幕交易的发案密集区。现行《证券法》对内幕交易的主体规制缺乏足够的包容性,既限制了下位法因应实践之须对规制主体的突破,也导致对并购重组活动中内幕交易的打击因主体规制的缺位而缺乏有力的法律支撑。基于此,有必要在梳理现行立法、明确实践之需的基础上,对《证券法》内幕交易主体立法进行完善。

关键词:并购重组 内幕交易 主体

一、背景概说与问题的提出

规范有序的上市公司并购重组活动,有利于充分发挥资本市场功能,优化资源配置,促进产业结构调整,有利于上市公司做优做强,提高上市公司质量。同时,并购重组活动一般都会导致上市公司的股份数量与股东构成、资产规模与资产结构、营

* 上海证券交易所法律部员工。

业收入与经营损益发生重大变化,对上市公司股票交易价格有着直接、快速、显著的影响。上海证券交易所对利润分配信息、财务信息(业绩预告)、重大资产重组信息、再融资信息与股价异动的关联度分析显示,并购重组信息在披露前相关上市公司的股价存在异常波动的比例最高,约有30%的重大资产重组信息在披露前股价与大盘的最大偏离值超过20%,而股价最大偏离值超过10%的上市公司则超过了40%。^①正因为如此,无论在成熟证券市场还是新兴市场,并购重组活动都是内幕交易行为的易发区、高发区,各国证券监管机构皆对并购重组活动中的内幕交易行为施以严密监控,予以严厉打击。

在我国,自1993年中国证监会(以下简称证监会)查处“延中实业”内幕交易案以来,到2010年年底,证监会及司法机关共查处约41件内幕交易案件(司法机关查处7件),^②相关统计显示,在被查处的内幕交易案中,有将近一半涉及利用并购重组信息进行内幕交易。如果考虑与并购重组有关的持股信息和其他重要信息,则该比例将更高。^③探察近些年并购重组活动中内幕交易多发频发的原因,既源于并购重组活动的固有特点和影响,也与我国资本市场的重大变化密不可分。

首先,股权分置改革后市场运行基础的改变使并购重组活动日益活跃。股权分置改革改变了上市公司运行的体制基础,大股东和中小股东有了共同的利益基础,大股东的利益与公司股价在二级市场上的表现联系紧密。股改后,一方面,地方政府、控股股东向上市公司注入资产、实现资产证券化的动力显著增强,并购重组活动日益活跃。股改时或股改后,许多上市公司主动通过注入优质资产、改善公司经营状况等方式提高上市公司质量。另一方面,资本市场原有的违法违规行为

① 深圳证券交易所的同类研究亦得出了相同的结论。参见公安部、监察部、国资委、法制办、证监会《关于内幕交易综合防控专题调研报告》(2010年8月),第8~10页。

② 这7件内幕交易刑事案件为:叶保环、顾健内幕交易案;四川泰港实业公司、刘邦成重组长江控股股票内幕交易案;杭萧钢构内幕交易案;广发证券内幕交易案;“中关村”内幕交易案;陈榕生内幕交易案;高淳陶瓷内幕交易案。参见深圳证券交易所综合研究所《中国证监会2010年度证券行政处罚分析报告》编写组:“中国证监会2010年度证券行政处罚分析报告”,载《证券市场导报》2011年第9期。

③ 相关统计数据参见蔡奕:“我国证券市场上内幕交易的法学实证分析——来自31起内幕交易成案的统计分析”,载《证券市场导报》2011年第7期。

与股改后市场的新特征相结合,使内幕交易出现了新的动向,表现为:一是部分公司将并购重组作为股改对价,利用并购重组与股改组合运作之机进行内幕交易。^④二是上市公司及其股东、高管在股改后具备了内幕交易的动机和条件。尤其是大股东利用虚假信息披露为其内幕交易、市场操纵服务的动机增强。三是随着融资融券制度的实施和其他金融衍生品的推出,内幕交易的手法可能更具多样性和隐蔽性。^⑤

其次,并购重组活动对股价的正面刺激作用为内幕交易提供了较大的获利空间。2006年,《上市公司证券发行管理办法》的施行为上市公司资产重组提供了“股份支付”的对价支付手段,发行股份收购资产和换股吸收合并成为企业整体上市的捷径和上市公司壮大的利器。^⑥并购重组方式的创新既促进了并购重组规模的提升,使得原先在单一资产支付方式下难以短期内实现的大规模并购重组、整体上市成为可能,也促进了资产注入质量的提高,并购重组活动对上市公司股价的正面影响进一步增强。^⑦据统计,沪市2010年共有67家上市公司完成并购重组,该67家公司的市值(截至2010年12月24日)与2009年年底相比共计增加2199亿元,同比增长21.1%,而同期上证综合指数从

④ 截至2006年10月,共有58家上市公司在其股改对价方案中使用了资产重组方式。这其中,10家上市公司单独使用了资产重组方式,其余上市公司使用了包括资产重组、送股、派现等方式在内的组合对价方式。截至2006年9月底,沪深两市共有1169家公司完成股改或进入股改程序,股改公司市值超过93%。以2006年10月10日中国石化完成股改并复牌为标志,证券市场市值前10名的公司全部完成股改,中国A股市场股改基本完成。参见深圳证券交易所综合研究所股权分置改革研究小组:《股权分置改革的回顾与总结》,2006年12月20日深证综研字第0147号。

⑤ 参见深圳证券交易所综合研究所股权分置改革研究小组:《股权分置改革的回顾与总结》,2006年12月20日深证综研字第0147号。

⑥ 2006年5月8日起施行的《上市公司证券发行管理办法》,其在第三章中对上市公司非公开发行股票的条件作了专章规定。

⑦ 上海证券交易所公司管理部编:《上海证券交易所上市公司监管案例汇编》(2007~2009),立信会计出版社2011年版,第60页。

3277.14点跌至2835.16点,跌幅为13.5%。^⑧

案件的多发和监管层的关注使得并购重组中的内幕交易规制成为近年来各方研究的重点。内幕交易主体作为规制内幕交易法律制度的核心问题,在并购重组活动中呈现出特有的分散性与多样性。为此,对有关内幕交易主体的立法进行梳理,检视其在执法实践中所凸显出的不适应性,殊为必要。

二、内幕交易主体规制的现行立法架构

(一)《证券法》下内幕交易主体的立法逻辑

目前,在《证券法》下,另有证监会的部门规章、通知、内部工作指引涉及内幕交易主体的规定。这其中包括《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《信息披露办法》)、^⑨《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》(以下简称《信息披露通知》)、^⑩《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》)、^⑪《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(以下简称《内幕交易认定指引》)。^⑫ 这些部门规章及规范性文件与《证券法》共同构成了我国内幕交易主体的立法

^⑧ 另据深交所研究人员的统计,2009年深市主板因重大资产重组事项申请停牌的25家公司中,20家公司的股价在复牌后实现1个涨停,15家公司实现3个涨停,近50%的公司在复牌后3个交易日内股价累积涨幅超过20%。参见蔡奕:“我国证券市场内幕交易的法学实证分析——来自31起内幕交易成案的统计分析”,载《证券市场导报》2011年第7期。另有统计显示,2006年7月至2007年12月,那些以并购重组方式进行股改的公司,股价平均涨幅是大盘同期涨幅的1.9倍,其中上交所为1.3倍,深交所为2.5倍。

^⑨ 《上市公司信息披露管理办法》(中国证券监督管理委员会令第40号),2007年1月30日施行。

^⑩ 《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》(证监公司字[2007]128号),2007年8月15日发布。

^⑪ 《上市公司重大资产重组管理办法》(中国证券监督管理委员会令第53号),2008年5月18日施行,2011年8月1日根据中国证券监督管理委员会令第73号修改,2011年9月1日施行。

^⑫ 《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(证监稽查字[2007]1号),2007年3月27日发布。该文系证监会为规范对证券市场内幕交易行为的认定工作,提高执法效率和效果,向各证监局、沪深交易所和证监会各部门印发的内部工作指引。

架构。

《证券法》第73条和第76条将内幕交易的主体规定为“内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人”，并在第74条中以列举的方式对“内幕信息的知情人”作了界定。如果对“内幕信息的知情人”仅作文义解释，则凡是知悉内幕信息的任何人，均应为“内幕信息的知情人”。但是，第74条的列举式规定限缩了“内幕信息的知情人”的范围。虽然第74条在其第7项中作了“国务院证券监督管理机构规定的其他”兜底性规定，授权证监会根据实践情况对知情人的范围作必要的扩充。但是，第73条、第74条、第76条在整体上呈现的立法逻辑表明，证监会虽然在理论上可以通过列举的方式对知情人的范围作近乎“无限”的扩充，但无论怎样规定，都不能扩充至所有知悉内幕信息的人。^⑬

在证监会于《证券法》实施后发布施行的一系列规章中，多处涉及对内幕交易主体的规定。例如，《信息披露办法》第4条规定了“在内幕信息依法披露前，任何知情人不得公开或者泄露该信息，不得利用该信息进行内幕交易”。证监会有关人士将该规定解读为“国务院证券监督管理机构”已经将《证券法》第74条第7项中的“其他人”扩展至“任何知情人”。^⑭ 这样的理解，明显同《证券法》的立法逻辑相悖。与《信息披露办法》相似的规定出现在《重组管理办法》的第7条，该条第1款规定：“任何单位和个人对所知悉的重大资产重组信息在依法披露前负有保密义务。”第2款规定：“禁止任何单位和个人利用重大资产重组信息从事内幕交易、操纵证券市场等违法活动。”

证监会在《信息披露办法》施行后半年，发布了《信息披露通知》。该通知第3条规定：“对于正在筹划中可能影响公司股价的重大事项，上市公司及其董事、监事、高级管理人员，交易对手方及其关联方和其董事、监事、高级管理人员（或主要负责人），聘请的专业机构和经办人员，参与制订、论证、审批等相关环节的有关机构和人员，以及提供咨询

^⑬ 参见彭冰：“内幕交易行政处罚案例初步研究”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第3卷），法律出版社2010年版，第106~107页。

^⑭ 参见中国证监会行政处罚委员会主编：《证券行政处罚案例判解》（第1辑），法律出版社2009年版，第4页。

服务、由于业务往来知悉或可能知悉该事项的相关机构和人员等(以下简称内幕信息知情人)在相关事项依法披露前负有保密义务。在上市公司股价敏感重大信息依法披露前,任何内幕信息知情人不得公开或者泄露该信息,不得利用该信息进行内幕交易。”虽然该通知对“内幕信息知情人”的范围作了大幅度的扩张,但其由于其立法思路能为《证券法》的立法架构包容,应属证监会基于《证券法》第74条第7项授权条款作出的合理且符合实践的尝试。

(二)内幕交易主体的扩张规定

对内幕交易主体最宽广的规定来自于《内幕交易认定指引》。该指引第5条将内幕交易的主体(内幕人)界定为“内幕信息公开前直接或者间接获取内幕信息的人,包括自然人和单位”。第6条对内幕人同样采用了列举加兜底的“立法”技术,囊括了公司内部人员及推定内部人员、公司的外部信息制造者、监管机构的工作人员、接受信息泄露者、非法获取内幕信息的人员及所有合法获得内幕信息的人员。^⑤可以说,《内幕交易认定指引》将内幕交易的可能主体作了一网打尽的规定。如此做法虽然符合当前全球内幕交易的立法趋势,亦为执法实践所需,却远非《证券法》的立法架构所能包容。

值得关注的是,《内幕交易认定指引》反映出监管层对内幕交易主体规制的新思路。根据《内幕交易认定指引》第14条的规定,对“内幕信息知情人”采用了“知悉即利用,且推定知悉”的推定认定规则。也就是说,只要内幕信息知情人在内幕信息的价格敏感期内进行了买卖相关证券、建议他人买卖或者泄露内幕信息的行为,即可认定其构成内幕交易,除非该知情人能证明自己并不知悉相关内幕信息。^⑥对于其他内幕人,包括通过亲属关系、非法手段以及其他途径获取内幕信息的人,则需要证明其是否知悉内幕信息的基础上认定其是否构成内幕交易(或许还要进一步证明是否“利用”了该内幕信息)。^⑦可以看出,

^⑤ 参见《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第6条。

^⑥ 但是,该指引并未规定如果内幕信息知情人能证明自己虽然“知悉”有关内幕信息,但并未“利用”该信息进行交易时是否不构成内幕交易(例如,只是在履行某项先前安排好的交易计划)。

^⑦ 参见《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第14条。

指引根据知悉内幕信息人的不同身份,确立了证明存在内幕交易的不同证明标准,表明了对知悉内幕信息人进行分类的必要性和重要性。

《内幕交易认定指引》的上述规制思路于新近得到了司法机关的认同。在《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》(以下简称《行政处罚证据纪要》)中,内幕交易主体的范围同样被作了扩大解释,除了《证券法》第74条规定的内幕信息知情人外,还包括:(1)内幕信息知情人的配偶、父母、子女以及其他有密切关系的人;(2)内幕信息公开前与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触的人。^⑩更重要的是,《行政处罚证据纪要》根据内幕交易主体的不同,对其是否构成内幕交易配置了不同的证明标准,参见表1:

表1 不同内幕交易主体是否构成内幕交易的不同证明标准表

	与信息的距离	怎样判断是否“知悉”	交易活动与内幕信息的相关性(怎样判断存在“利用”)	证明标准
《证券法》第74条规定的“内幕信息知情人”	近 ↓ 远	基于身份直接推定	有关	低 ↓ 高
因履行工作职责知悉内幕信息的人		基于履职行为认定	有关	
非法获取内幕信息的人		基于非法获取行为认定	有关	
“内幕信息知情人”之关系密切人(配偶、父母、子女等)		基于身份直接推定	基本吻合	
与任何知悉内幕信息人联络、接触之人		基于联络、接触行为认定	高度吻合	

^⑩ 参见《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》第5条。

从表1中可以看出,主体的不同身份表明了其获取信息的途径不同,亦表明其距离信息的远近程度和获取信息的难易程度不同。距离信息越远,对其“知悉”内幕信息的证明要求越高,对其交易活动与内幕信息相关性(一致性)的证明要求也越高(有关→基本吻合→高度吻合逐渐递增)。“内幕信息知情人”距离信息最近,获取信息最为容易。相应地,监管机关可以直接基于其身份推定其“知悉”内幕信息,并仅须证明其交易活动与内幕信息“有关”,即可认定其构成内幕交易。相反,对于与知悉内幕信息者有过联络、接触的人,由于其距离信息较远,其身份不具有获取内幕信息的天然优势,故监管机关在认定其“知悉”内幕信息时不但须证明其与知悉人有过联络、接触的行为(此类联络、接触行为应当是较为反常的联络、接触),还须证明其交易活动与内幕信息存在“高度吻合”。

三、《证券法》立法架构下并购重组内幕交易主体的规制缺失

(一) 执法实践对《证券法》的突破

截至2010年年底,在证监会公布的24起内幕交易行政处罚案件中,共有11起案件涉及并购重组的内幕信息。^{①9}在这11起并购重组内幕交易案中,有不少受罚人员不在《证券法》的规制范围内。试举例如下。

在2008年的邓军、曲丽案中,捷利实业股份有限公司(以下简称捷利股份)拟收购辽宁中期期货经纪有限公司(以下简称辽宁中期)。2007年4月27日,中国中期投资有限公司(以下简称中期投资,辽宁中期系中期投资所属期货分置机构)及捷利股份指派相关人员赴辽宁中期进行尽职调查。调查期间,调查人员并未向邓军(辽宁中期董事长)和

^{①9} 这11起案件为:1998年王川案(收购信息)、1999年戴礼辉案(资产重组)、1999年中国轻骑集团案(收购信息)、2000年高法山案(股权转让)、2005年陈建良案(大股东转让股权)、2008年邓军、曲丽案(收购信息)、2009年金峰、余梅案(收购信息)、2010年辽河纺织、由春玲案(重组信息)、2010年况勇、张蜀渝、徐琴案(并购信息)、2010年耿佃杰案(重组信息)、2010年马中文、赵金香、马忠琴、党建军案(债务重组)。前述时间均为证监会作出行政处罚决定书的时间。

曲丽(辽宁中期副总经理)透露拟收购公司的身份。尽职调查于4月30日结束。5月11日,捷利股份申请停牌,5月14日,双方签署收购协议,5月16日捷利股份发布收购公告并于当日复牌。在尽职调查期间,邓军通过接待捷利股份的尽职调查人员、配合尽职调查工作、上网搜索尽职调查人员真实身份等途径得知公司将被捷利股份收购的内幕信息,并告知公司副总经理曲丽。证监会认定,邓军、曲丽两人自2007年5月10日始买卖“捷利股份”股票的行为构成内幕交易。^② 该案中,邓军、曲丽作为上市公司“捷利股份”收购目标公司辽宁中期的高管,并非《证券法》第74条第1~6项列举的“内幕信息知情人”。

类似的情形发生在2009年的四环药业金峰、余梅案中。天津泰达投资控股有限公司(以下简称泰达控股)拟通过渤海证券有限责任公司(以下简称渤海证券)借壳四环药业股份有限公司(以下简称四环药业)上市的方式,重组四环药业。2007年1月18日下午,泰达控股工作人员通过电话将前述计划告知金峰(系渤海证券总裁助理),并请金峰帮忙约渤海证券负责人与四环药业负责人见面。证监会认定,金峰于2007年1月19日至1月22日买卖“四环药业”股票的行为构成内幕交易。^③ 该案中,金峰作为重组目标公司的总裁助理,亦非《证券法》所列举之“内幕信息知情人”。

在2007年的况勇等内幕交易案中,况勇受前雇主珠海格力集团(以下简称格力集团)董事长委托,为格力集团的房地产业务寻找上市壳资源。证监会认定,况勇在参与格力集团房地产业务借壳上市相关事宜的过程中,未尽到保密义务,将有关内幕信息泄露给其配偶张蜀渝的行为,属于知悉内幕信息者在信息公开前“泄露该信息”的情形。^④ 该案中,况勇作为格力集团前高管,并不在《证券法》法定之“内幕信息知情人”之列。实际上,况勇基于和格力集团之间的委托关系而居于优先获得内幕

^② 参见《中国证监会行政处罚决定书(邓军、曲丽)》[2008]46号。

^③ 参见《中国证监会行政处罚决定书(四环药业金峰、余梅)》[2009]4号。

^④ 参见《中国证监会行政处罚决定书(况勇、张蜀琴、徐琴)》[2010]32号。

信息的地位,在理论上属于“推定内幕人”范畴。^{②③}然而,《证券法》第74条第6项已将“推定内幕人”明确为“保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员”。况勇的情形也不在其列。

(二) 并购重组内幕交易中的可能主体

虽然并购重组中的特有的内幕交易主体已经在证监会的监管执法中有所显现,但是,寥寥数案显现的或许只是冰山一角。对并购重组中可能存在的内幕交易主体作一系统梳理,应为当前监管和立法完善所必须。

内幕交易主体的范围在很大程度上取决于内幕信息的性质、生成方式以及流转环节。我国上市公司并购重组的特殊决策审批体制和信息生成方式,决定了并购重组中内幕交易主体的范围。

目前,地方政府享有上市公司并购重组活动的主导权。政府办公会、政府常务会议、专题会、党委常委会、国资委主任办公会成为上市公司并购重组的决策机构。某些特殊行业或某些类型企业的重组还可能需与相关主管部门事先沟通。^{②④}“层层报告、逐级传达”的决策体制拉长了并购重组的纵向决策链条,而各层级的集体决策体制又在横向上扩大了并购重组的决策面,更多的决策环节和决策人员在总体上延长了内幕信息的生成时间和流转时间。据统计,在上市公司信息披露前,国有上市公司并购重组涉及的环节平均为6个,从酝酿到披露一般历时半个月至3个月不等,最长的超过半年,至少涉及直接内幕人几十人。^{②⑤}

政府主导并购重组的现状也决定了并购重组内幕信息特有的生成方式。在并购重组活动中,意向、筹划、决策、方案往往在上市公司外形成。

^{②③} 参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2007年版,第383页。证监会在该案的行政处罚决定书中也指出,“况勇……离职后受格力集团方面委托,全程参与了格力集团房地产业务借壳海星科技事项的沟通、联络、谈判、协议达成,对相关并购重组事项的进展、前景与细节有着全面、准确的了解,本应保持高度的注意与谨慎,认真做好相关信息的保密与管理,但却未采取必要的保密措施,将有关内幕信息泄露给其配偶张蜀渝……”

^{②④} 相关主管部门可能包括:国防科工局(涉及军工资产)、商务部(涉及外商股权)、环保部(涉及环保核查类)、发改委(涉及国家限批类项目)、国土资源部(涉及房地产、矿业项目)、银监会(涉及金融行业)、债券银行(涉及破产重整或债务担保转移)。

^{②⑤} 参见公安部、监察部、国资委、法制办、证监会《关于内幕交易综合防控专题调研报告》(2010年8月),第21页。

地方国有控股上市公司的并购重组则大都由当地政府发起,待重组意向、初步重组方案等主要决策完成后,再通知上市公司,由其完成信息披露事宜。在央企控股上市公司的并购重组活动中,作为上市公司实际控制人的央企集团公司往往较为强势,其一般在并购重组方案初步确定后,上报国资管理部门,并通知上市公司,由上市公司论证详细方案并完成后续信息披露事宜。^⑤比较而言,上市公司财务信息、利润分配信息、再融资信息等内幕信息则基本生成和发端于上市公司内部。以财务信息为例,其在信息披露前的流转环节主要为:公司财务部门→公司财务负责人→公司审计部门→公司经理层→公司董事会。虽然相关政府部门和债权银行基于审批要求等各种现行制度需要,会要求上市公司报送尚未披露的经营和业绩信息,但信息在相当长的时间内仍处于公司内部流转过程。

表 2 并购重组活动中的潜在内幕交易主体

内幕信息知情人分类	可能知悉内幕信息之人		是否受《证券法》规制
公司内部人	上市公司	董监高	√
		并购重组涉及的职能部门人员	√
	控股股东及实际控制人	董监高	√
		并购重组涉及的职能部门人员	×
推定内部人	财务顾问、法律顾问、审计机构、评估机构业务经办人员		√
政府主管部门	分管国资委、金融办的领导		×
	国资委、金融办领导及相关处室的经办人员		
	行业主管部门的相关经办人员		
监管机构工作人员	证券监管部门及证券交易所相关工作人员		√
外部信息制造者	交易对方的董监高		×
	标的资产方的董监高		
其他人员	债权银行(涉及债务重组、破产重整等)、资产管理公司、税务部门等机构的相关工作人员		×

^⑤ 在上海等经济相对发达地区,大型国有控股集团或国资经营公司也往往主导了上市公司的并购重组活动。

由此可见,并购重组内幕信息的生成、流转,各环节的停留时间,往往并非上市公司所能掌控。内幕信息的可能知情范围远较一般信息为广。经过整理,并参考相关调研材料,并购重组活动中的潜在内幕交易主体可见表2。

从表2中可以看出,对并购重组活动影响最大的政府主管部门人员,交易对方、标的资产方的人员均不在《证券法》规制之列。证监会在个案的行政处罚中对《证券法》规定的突破,从健全市场、资讯平等,保护交易公平的角度看,虽无不当,但是其毕竟缺少有力的法律支持。《信息披露办法》、《重组管理办法》和《信息披露通知》等下位法规、规范性文件虽然对内幕交易主体的范围作了扩张,但囿于《证券法》的立法架构,这些突破性规定本身的合法性尚存疑问。

四、《证券法》内幕交易主体规制的完善

(一)内幕交易主体要件的存废

《证券法》在内幕交易主体立法方面的缺失(尤其在面对并购重组中的内幕交易时),以及《内幕交易认定指引》、《行政处罚证据纪要》等规范性文件对内幕交易主体近乎“无限”地扩张,推演出一个合乎逻辑的问题:《证券法》是否只须简单地将内幕交易的主体界定为所有“内幕信息的知情人”,内幕交易主体要件是否还有存续的必要?

内幕交易主体的立法,首先取决于内幕交易规制的立法理论基础。观察新近全球范围的立法趋势,信息平等理论已经取代信赖关系理论,成为欧盟、加拿大、澳大利亚、新加坡等国内幕交易立法的理论基础。^②即便是惯采“信赖关系”理论的美国,也早已突破信赖关系理论的桎梏,

^② See Marc I. Steinberg, *Insider Trading, Selective Disclosure, and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis*, 22 *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2001. 转引自曹理:“市场公平进路下的内幕交易立法改革”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第216页。

对并购重组中的内幕交易采用了绝对禁止的态度。^② 在信息平等,健全市场的规制思路下,内幕交易的主体要件正逐渐被淡化甚至取消。^③

在我国,《证券法》规定的保护投资者的立法宗旨以及证券市场的“三公”原则,反映了立法者对投资者保护和市场公平的强调。证监会在其执法实践中也强调了打击内幕交易的目的在于保障信息平等、维护市场公平运作和投资者信心。^④ 证监会对内幕交易打击范围的不断扩大,也印证了证监会的前述态度。在这样的立法和监管目标指导下,我国的内幕交易主体要件是否应当淡化甚至取消?至少在目前看来,主体要件依然有其存续价值。

构建内幕交易的多层次证明体系,需要与之对应的多层次主体划分。在内幕信息的获取与传递链条上,不同的人由于身份、地位不同,获取内幕信息的途径、手段也不同。相应地,要证明不同的人获取、利用信息的难度也不相同。因此,对可能的内幕信息知情人作分类列举,分别配置不同的证明标准,在控辩双方之间合理分配举证责任,是解决内幕

^② 虽然美国联邦最高法院在1980年的 *Chiarella v. United States* 案中,推翻了“资讯平等理论”,改采“信赖关系”(fiduciary relationship)理论,对内幕交易规制主体的范围作了大幅限缩。但 SEC 随即根据《1934年证券交易法》14(e)的授权,于4个月后发布 Rule 14e-3,对要约收购中的内幕交易作出特别规定。根据该规则,任何人取得有关要约收购的“重大非公开信息”(material, nonpublic information),明知或应知该消息尚未公开,且明知或应知该信息系来自要约人、目标公司或其董事、经理人、合伙人、受雇人,或为其处理收购事宜之人(诸如律师、会计师、承销商等),不得买卖证券,否则即构成内幕交易。该项规定不以行为人对公司或股东负有信赖义务为前提条件,对要约收购中的内幕交易采取了绝对禁止的态度。在 Rule 14e-3 发布后,一直存在关于其是否必须以违反信赖义务为要件,否则违反母法 Rule 14e 的争论。在1997年的 *United States v. O'Hagan* 案中,联邦最高法院最终认定 Rule 14e-3 目的正当,并未逾越母法授权。联邦最高法院指出,Rule 10b-5 不能有效防止要约收购案件中的内幕交易,因内部人与消息受领人之间,有无传递并购相关消息,通常很难证明,故 Rule 14e-3 有其必要性。至此,Rule 14e-3 的合法性得以确认。

^③ 参见曹理:“市场公平进路下的内幕交易立法改革”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第218~219页。

^④ 证监会在 ST 黄海赵建广内幕交易案的行政处罚决定书中这样写道:“保障众多的市场参与者依法公平地获取和使用相关信息、公平交易,是实现上市公司规范运作、证券交易平稳运行的基本要求,也是维护证券市场公信力与竞争力、增强投资者信心的重要环节。”参见中国证监会行政处罚决定书(ST 黄海、赵建广)[2009]17号。

交易举证难、证明难问题的前提。^④《内幕交易认定指引》和《行政处罚证据纪要》已经对此作出了有益的尝试。

主要要件的另一可能价值,或许在于能对内幕交易的规制范围作出合理的限制。在信息平等理论下,内幕信息的范围在理论上囊括了一切影响市场整体的信息,除公司自身的财务、业务、管理等信息外,还包括央行的货币政策、政府的财政政策、产业政策等经济政策,重大的政治决策以及重要的宏观经济数据,等等。如此一来,是否会因规制范围过大而超越执法能力?如果要予以限制,或许可以通过限制主体范围的方式。

(二)内幕交易主体立法的重构

作为证券市场的基本法,《证券法》在内幕交易主体的规制上只须作出原则性规定,明确监管层的规制态度与规制理念。基于此,本文对《证券法》相关法条的修订建议如下:(1)将《证券法》第73条修改为:“禁止证券交易内幕信息的知情人利用内幕信息从事证券交易活动”。(2)将第74条修改为:“证券交易内幕信息的知情人包括:(一)因担任发行公司行政、经营或者监督职务而获取内幕信息的人;(二)因持有发行公司股票而获取内幕信息的人;(三)因雇佣或职业关系,执行其法定或约定职责而接触内幕信息的人;(四)因非法或犯罪行为而获悉内幕信息的人;(五)以其他方法获得内幕信息的人。”

除上述修改建议外,《证券法》还应授权证监会以部门规章的形式对内幕交易进行专门立法。该等立法应根据获取内幕信息的途径、手段的不同,对内幕信息知情人作进一步的细分。细分的目的在于明确证明不同的内幕信息知情人构成内幕交易所须达到的证明标准。例如,对公司内部人等核心规制对象设置较低的证明标准,对信息传递链条末端的人群设置较高的证明标准。

^④ 短线交易收益归入作为内幕交易规制的补充,也反映了主体不同,证明标准也不同的立法思路。公司的董监高、大股东在短线交易中,未必一定利用了公司的内幕信息,但基于他们核心内部人的地位,以及“短线”操作的行为特征,“知悉”或“利用”内幕信息均无须得到证明,交易收益可直接归入公司。