

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

王吉学* 陈丽媛** 邢楠***

摘要:当前我国《证券法》对于证券公司从业人员持有、买卖股票持全面禁止态度,这在各国立法例中并不多见。通过考察《证券法》颁布和修订的两次立法背景可以探知我国立法者在这一问题上的考虑。世易法移,《证券法》对内幕交易之规制实现从身份主义到行为主义的转向已经具备现实的制度基础,有限度地允许证券公司从业人员持股是合乎法理的权利回归。

关键词:第43条 从业人员持股 内幕交易 身份主义 行为主义

一、《证券法》第43条:全面禁止从业人员 持股

目前我国对于证券公司从业人员持有、买卖股

* 国泰君安证券股份有限公司,法律部副总经理,中国人民大学民商法学硕士。

** 国泰君安证券股份有限公司,中国人民大学民商法学硕士。

*** 华东政法大学经济法专业2010级硕士研究生。

票的禁止性规定,见于我国现行《证券法》第43条,即“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。”

该条文对三类人员的持股、炒股行为予以禁止,分别是证券交易所、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,法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员。本文主要针对证券公司从业人员禁持、禁转股票之问题进行探讨。

从第43条的规定可以看出,目前我国对证券公司从业人员持有、买卖股票采取的是全面禁止的态度。这种规则简明清晰,对违法行为易于认定和处理,在证券市场恢复初期,这一规定有着一定的合理性。但是随着市场的不断发展、繁荣,全面禁止证券从业人员买卖股票在实践中带来的问题逐渐显现,开始引起了学界的关注和讨论。本文旨在通过立法本意考察、比较法分析等手段,对此规定进行思考研究,并得出一些粗浅见解,以资立法者和监管者参考。

二、对“禁持条款”立法本意的追溯

(一)《证券法》第43条的确立过程

对证券从业人员持股、炒股的禁止性规定,最早体现在1993年4月22日发布并施行的《股票发行与交易管理暂行条例》第39条:“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,不得直接或者间接持有、买卖股票,但是买卖经批准发行的投资基金证券除外。”

1998年12月29日,《证券法》由第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过,并自1999年7月1日起施行(以下简称1999年《证券法》)。在1999年《证券法》中,《暂行条例》中的规定被纳入法

律层级,第37条明确规定:“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。”

2004年8月28日,第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议通过《关于修改〈中华人民共和国证券法〉的决定》,对《证券法》进行了相应的修正,但这次修正仅针对两个条款作了程序性调整,并未进行大规模的改动。2005年10月27日,第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议通过了修订后的《证券法》,此次修订的《证券法》进行了大范围的变革、调整,自2006年1月1日起施行(以下简称2006年《证券法》)。2006年《证券法》第43条对原有的禁持禁转规定仅作了措辞上的微调,以消除歧义,实质上延续了该规定。

(二)《证券法》第43条的立法本意

由于我国各项法律法规的制定中,没有制作和保存立法理由书、立法说明书的要求,就使得探寻《证券法》中某一条款的立法意图并非一件易事。笔者通过对当时新闻报道、学说论著以及起草组成员的公开言论的多方搜集和研究,以期能准确把握立法者基于当时、当地之境况在从业人员持股问题上作出的权衡和抉择,而在此基础上方能探讨基于现时、现地之境况又该作怎样的权衡、抉择。

要理解《证券法》作出如此严格的规制,就需要对当时的立法背景细加考察。《证券法》是新中国成立以来第一部依照国际惯例、由国家最高立法机构组织而非由政府部门组织起草的经济法律。《证券法》起草工作始于1992年,从起草到最终出台,先后经过了七届人大、八届人大、九届人大共3届人民代表大会,历时6年,在全国人大常委会审议了5次。可以说,1999年《证券法》的出台真是“好事多磨,来之不易”,^①立法者在这部法律上表现出的态度十分保守而慎重。促成《证券法》终于1999年出台的重要原因之一是1998年亚洲“金融危机”的

^① 引自时任全国人大财经委员会办公室副主任王连洲在福建的讲话,载《开放潮》1999年第5期。

爆发。这一事件使国内对金融风险的重视程度大大提高,尽快出台相关法律,以规范证券市场的意愿占取上风。^②

在数年的立法论证、博弈中,尽快出台证券法的呼声变得越来越强烈。而当时,由于历史原因,“国家股、法人股的发行、交易、流通、转让如何加以规范,(就)成为证券立法的一个核心焦点问题”。^③可以想见,在这个立法过程中,发行上市、交易方式、收购制度等“更为重要”的制度会被反复斟酌、论证。而相比之下,对于证券从业人员持股、炒股的思考及关注则少得多,甚至可以说,专家组几乎忽视了对于证券从业人员持股合法性的论证。这从后来法工委草案组对《证券法》的释义中即可看出。当时,普遍认为,“这两款规定的理由是不用解释的,因为这些人可能知悉内幕信息,为保护普通投资者的利益应该禁止他们持有买卖”。^④

从专家学者的相关论述以及监管机关的相关文件中,我们推断,禁止证券公司从业人员持股、炒股,基本出发点可能有如下几个方面:

第一,防范内幕交易的需要。考虑到证券公司作为公司发行上市的保荐机构或承销机构,作为上市公司重组改制的服务机构,其从业人员可能先于外界掌握一些普通投资者难以获得的信息。“证券交易活动必须实行公开、公平、公正的原则,而公平的证券市场应当具备两个因素: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为了避免证券公司从业人员利用手中掌握的信息进行交易,立法禁止其持有、买卖股票。

第二,避免利益输送、利益冲突的需要。证券公司部分从业人员,

^② 引自百度百科, <http://baike.baidu.com/view/1319459.htm>, 2011年9月17日最后访问。

^③ 吴滨:“我国证券立法的若干重大问题分析”,载《中外法学》1997年第4期。

^④ 全国人大常委会法制工作委员会证券法(草案)修改组李建国:《证券法详解》,中国轻工业出版社1999年版,第33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。

从事着运用公司自有资金证券或者客户委托资产(如自营部门、资产管理部)进行证券交易的工作。如果允许其炒股,则其可能会利用职务之便,为自己谋取利益。

三、对“禁持条款”的评析

法律规范的最终目的在于确立一种立法者所期冀的法律秩序,从而为人的行为提供一般指引。禁止性规定这种消极性规则最大的优势在于其简单明了,但这也恰恰是其弱点所在,对于积极的行为来讲,消极规则本身对行为的指引效果远比积极规则要差。这也就间接导致了当前从业人员买卖股票禁不了又规范不了的困境。严格禁止从业人员买卖股票既脱离了现实,同时也没有认识到禁止背后所带来的巨大执法成本以及制定与此配套规则的立法成本。由此,摆在立法者和监管者面前的难题不仅是反思法律规范的形式合理性问题,更是规范本身的现实合理性问题。^⑥ 现行全面禁止证券从业人员持有、买卖股票的规定,在法律逻辑、实际操作等方面存在三大困境。

(一) 现行立法面临着现实挑战

虽然现行《证券法》禁止证券从业人员本人持有、买卖股票,但现实中,从业人员借用配偶、父母、子女等亲属或者朋友的账户来进行证券交易、买卖股票,草灰蛇线,屡见不鲜。

由于对从业人员背后的人际关系无从考察,即使一一查明,对其借用他人账户变相买卖股票的举证也存在一定难度;即使一一得到查证,对于一些并未从事内幕交易的证券交易行为,相较得到的成果,对其进行严厉打击所花费的巨大执法成本显得“很不划算”。这使得立法“令行禁不止”,给法律的严肃性带来了挑战。

(二) 现行立法存在一定悖论

现行《证券法》不但禁止证券从业人员买卖股票,甚至禁止其“持

^⑥ 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《证券法律与监管》2011年4月。

有”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”。这就产生了几何疑问:第一,在成为证券从业人员之前即已持有股票的,在成为证券从业人员时,已持有的股票如何处置?第二,证券从业人员在任职期间合法取得的股票,例如继承、赠与等情形合法获得的股票,该如何处置?第三,已上市的证券公司,若要对其员工进行股权激励计划,该如何处理?从逻辑上看,这条规定本身也存在一定障碍,即既然证券从业人员不得买卖股票,那么其已经持有的股票又如何能够“依法转让”?

(三) 现行立法本意与实际存在一定偏差

上文对立法本意进行了探讨。对于立法考虑的禁止内幕交易、利益冲突、利益输送等因素,笔者认为:

1. 证券从业人员持有、买卖股票,与禁止内幕交易的原则并不必然对立

首先,就本文探讨的证券公司从业人员而言,并非所有人均能接触到内幕信息。何为“内幕信息”?根据《证券法》第75条的规定,“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。”^①可见,内幕信息的界定,须符合“尚未公开”、“有重大影响”的双重要求。对于此类信息,并非所有证券从业人员都能接触到。事实上,对于大量从事后勤保障、后台服务的证券从业人员而言,他们并未比普通投资者有太多信息优势,更遑论上市公司的内幕信息了。

其次,知悉内幕信息与从事内幕交易之间并不存在必然关系。我

^① 《证券法》第75条:“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。”

下列信息皆属内幕信息:

- (一) 本法第六十七条第二款所列重大事件;
- (二) 公司分配股利或者增资的计划;
- (三) 公司股权结构的重大变化;
- (四) 公司债务担保的重大变更;
- (五) 公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十;
- (六) 公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任;
- (七) 上市公司收购的有关方案;
- (八) 国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息。”

国现行《刑法》第180条规定了内幕交易罪,为“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,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”,“情节严重的”行为。^⑨参考此规定,我们可以认为,内幕交易是一个实然行为,而非推断性的行为。“知悉内幕信息”与从事“买入或者卖出该证券”需同时符合方可成立。

最后,对于其他可能知悉内幕信息的人员,现行《证券法》并未一概禁止其进行证券交易。根据《证券法》第74条的规定,证券交易内幕信息的知情人包括如下几类:

- “(一)发行人的董事、监事、高级管理人员;
- (二)持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员;
- (三)发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员;
- (四)由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员;
- (五)证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员;
- (六)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;
- (七)国务院证券监督管理机构规定的其他人员。”

可见,发行人、发行人股东的董事、监事、高级管理人员,或其他公司人员,均有可能成为内幕信息知情人,但并未一律禁止从事证券交易活动。这也进一步印证我们上文所说的,知悉内幕信息与从事内幕交易之间,并不存在必然的联系。对于证券从业人员,不问其是否有机会

^⑨ 《刑法修正案(七)》将刑法第180条第1款修改为:“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,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,或者明示、暗示他人从事上述交易活动,情节严重的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金;情节特别严重的,处五年以上十年以下有期徒刑,并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。”本款实际上规定了两个罪名,即内幕交易罪和泄露内幕信息罪。

知悉内幕信息,也不问其是否已经掌握内幕信息,一概禁止其持有股票、买卖股票,剥夺了这些人作为普通公民应当享有的投资机会,这有悖于市场效率原则,也有悖于公平原则。

2. 证券从业人员持有、买卖股票,与禁止利益冲突的原则并不必然对立

正如上文所述,并非所有证券从业人员都有机会从事利益输送的行为。对于证券公司里并不从事证券自营、资产管理业务的许多普通员工而言,其要从事利益输送行为属于“客观不能”。

而对于有可能产生利益冲突、利益输送的人员而言,仅靠《证券法》第43条的禁止性规定,如无其他配套措施,恐难以有效防止其从事相关行为。事实上,我们可以想见,即便没有《证券法》第43条的禁止性规定,相关人员的利益冲突行为也会采取隐蔽的措施,而不太可能表现为“直白”地利用本人账户进行相关行为。

因此,可以说,防范利益冲突与利益输送,是一项第43条“管不好”、“做不好”的任务,是不可能完成的。

四、从业人员持股规制的域外考察

证券立法的域外考察,对于我国现时而言无疑有着重要意义。我们研究了美国、日本、欧洲等法域的大量相关法律法规,得出的结论是:各国对于证券从业人员持股的态度,基本上站在行为主义的立场上,以禁止内幕交易为着眼点,建立内幕交易防范制度来对证券市场加以有效规范。对证券从业人员本身,并不因其身份、职业特殊而全面禁止其进行证券交易。

(一) 美国证券交易法的考察

美国1934年《证券交易法》从行为主义出发对内幕交易进行规制。起初,该法将内幕人士限定为证券公司的职员、董事、雇员或者他们的亲戚。1979年,证券交易委员会又把“内幕人士”扩大到诸如证券分析员、负责贷款的职员、大股东以及与证券公司有直接业务联系并可能获得秘密情报的其他任何人。《1984年内幕交易制裁法》对联邦《证

券法》进行了重大改进。该法规定,一旦某人根据其所掌握的非公开的内部信息非法买进或卖出证券,联邦证券交易委员会可以对他或者帮助、教唆他违法的人追究民事责任。可见,美国证券法认为证券从业人员所进行的内幕交易必须满足以下几个条件:第一,证券从业人员掌握了内幕信息,这是构成内幕交易的前提。按照1934年《证券交易法》第21节A(a)(1)的规定,内幕信息是指实质性的、非公开的交易信息。没有知悉内幕信息的证券从业人员就是进行了买进或者卖出证券的行为,都不构成内幕交易。第二,证券从业人员从事了内幕交易的行为,表现为从事证券的买进或者卖出或者其他有偿转让行为,以及泄露内幕信息或建议他人买卖证券的行为。交易行为是内幕交易存在的基础。第三,在归责原则上开始采取客观归责标准,1934年《证券交易法》即是。只要交易标的是发行公司股票,且有买卖事实,无须证明内幕人士有无利用内部信息的可能性,即可归责。该归责方法只适用于现金股票交易情形。21世纪70年代,美国证券交易委员会和最高法院将客观归责和主观归责理论并用。所谓主观归责理论是以交易者“滥用内幕信息的可能性”为基础,它适用于非现金交易的情形,如股票的交换、公司债券转换股票、特别股转换普通股、公司发行新股等。但“滥用信息的可能性”与行为人的心理状态有明显的区别。虽然主观归责原则以“主观”二字出发,但是,实际判断标准是以交易者“滥用内幕信息的可能性”为基础,具有客观性。从归责科学性角度看,主观归责理论更接近客观事实,在法律适用中应当得以确认。因此,内幕交易的归责标准,应当将客观归责标准与主观归责标准并用,以适应法律对内幕人士交易约束灵活性的需用。为了禁止上述人员进行内幕交易,美国证券法规定了证券持有和买卖的申报制度。^⑨

(二) 欧盟立法的考察

在规制内幕交易行为方面,欧盟在1988年颁布了《反内幕交易规制协调指令》(以下简称《反内幕交易指令》),在2003年颁布了《反内幕交易和市场操纵(市场滥用指令)》(以下简称《反市场滥用指令》)。

^⑨ 参见符启林、邵挺杰编著:《中国证券交易法律制度研究》,司法部1997年部级科研项目,法律出版社2000年版,第206~212页。

《反内幕交易指令》建立的反内幕交易规则,包括4个构成要素:内幕信息、内部人、牟利、明知。其中,《反内幕交易指令》第1(1)条对内幕信息进行了定义:“内幕信息是指非公开的,涉及一名或一些可转让证券的发行人或涉及一种或一些可转让证券的,具有准确性的信息。此种信息一旦公开,将很有可能给所涉证券的市价或交易行情带来重大影响。”学者由此归纳出内幕信息的四个不可或缺的特性,即准确性(Precision)、非公开性(Non-public)、市场信息(Market Information)和价格敏感性(Price Sensitivity)。并定义《反内幕交易指令》中的反内幕交易规则为“任何拥有内幕信息的人员,不得以自己或他人的名义,直接或间接地从与发行人有关的或发行人自己的可转让证券的买进或卖出活动中牟利。”^⑩而《反市场滥用指令》禁止直接内部人“利用与金融产品相关的内幕信息,以自己或第三方的名义,直接或间接地取得或转让或试图取得或转让相关金融证券的行为”。《反市场滥用指令》既不要求行为人必须从内幕交易中获利,也不再要求行为人对行为性质有“全面了解”,完全采取客观行为标准来判断行为人是否构成内幕交易行为。只要直接内部人从事或试图从事与内幕信息相关的金融产品的买卖活动,就构成了内幕交易行为。^⑪

(三) 日本立法的考察

日本在其1996年修订的《证券交易法》第166条规定了禁止内幕交易的情形。其中,该条第1项、第3项是对内幕交易行为的概括性禁止。规定“下面各号所列者(本条以下部分称‘公司关系人’)对有关上市公司等的业务的重要事实依下列各号规定而得知者,非在有关该业务的重要事实披露之后,不得进行该上市公司等的特定有价证券等的买卖(对期权,则指付与或取得)或其他有偿的转让或受让。对有关该上市公司业务的重要事实依下列各号规定而知知的公司关系人,不再是各号所列的公司关系人而未满一年的,亦同样。”“得到公司关系人转达的该公司关系人依据第1项各号规定得知该项规定的有关业务等的重要事实者(该项各号所列依各号规定得知与该业务有关的重要事

^⑩ 盛学军主编:《欧盟证券法研究》,法律出版社2005年版,第175页。

^⑪ 参见卡耀武主编:《日本证券法律》,徐庆译,法律出版社1999年版,第209页。

实者除外),不得进行该上市公司等的特定游说证券等的买卖等。”第1项规定的公司关系人包括几类,分别是(1)“该上市公司等的负责人、代理人、雇用人或其他从业人员因其职务而得知时”;(2)“拥有商法第二百九十三条之六第1项规定权利的股东或优先出资法规定的普通出资者中拥有类似权利由大藏省令规定者……因行使该权利而得知时”,“该股东或普通出资者为法人时包括其负责人”,“该股东或普通出资者为法人以外者时包括其代理人或雇用人”;(3)“基于对该上市公司等的法令拥有权限,因行使该权限而得知时”;(4)“与该上市公司等缔结合同者(其为法人时,包括其负责人等,其为法人以外者,包括其代理人或雇用人),该上市公司等的负责人等以外者,因该合同的缔结或履行而得知时”;(5)前述几类为法人的,其负责人因其职务而得知的。^⑫从这些规定看,凡是可能接触到内幕信息的人,均被禁止利用该内幕信息从事相关交易,但并不对某类人专门禁止从事证券交易。

(四)其他主要法域立法的考察

在我们查阅的境外相关立法中,世界各主要法制较为成熟的国家均未对证券从业人员持股进行全面禁止性规定,唯韩国在其1982年的《证券和交易法》中有类似规范,即便如此,其规制程度亦未有我国现行规定之严格。^⑬其规定:“除通过工资扣减计划参加证券储蓄和总统法令规定的其他情况以外,任何证券公司的高级职员或雇员都不得以任何名义为他自身的利益而进行证券买卖或委托他人买卖。”在这里,“通过工资扣减计划参加证券储蓄和总统法令规定的其他情况”成为禁止证券公司从业人员持股的例外。

除此之外,历史上北京国民政府于1914年12月29日颁布的《证券交易所法》第18条曾规定:“证券交易所之职员及其他雇员,均不得

^⑫ 参见卞耀武主编:《日本证券法律》,徐庆译,法律出版社1999年版,第153~154页。

^⑬ 《南朝鲜证券和交易法》(1982年修订)第42条:对高级职员参与证券交易的限制除通过工资扣减计划参加证券储蓄和总统法令规定的其他情况以外,任何证券公司的高级职员或雇员都不得以任何名义为他自身的利益而进行证券买卖或委托他人买卖。转引自潘金生、刘宏懿、张学主编:《中外证券法规资料汇编》,中国金融出版社1993年版,第832页。

在证券交易所为证券买卖。”^⑭南京国民政府于1929年10月3日颁布的《交易所法》第26条则规定：“股份有限公司组织之交易所，其职员或雇员均不得用任何名义，自行或委托他人在交易所为买卖。”^⑮然而此后延续民国法统的我国台湾地区，随着全球金融市场的不断融合及岛内证券市场的不断成熟，其“立法”因时制宜，世移法易，在其“证券交易法”中早已于1983年删除了这一规定。^⑯

五、对我国从业人员持股的立法建议

（一）转变立法思路，实现从身份主义到行为主义的转向

《证券法》作为金融监管法，应当符合有效监管理论。“有效监管是指能够通过监管使建立金融制度的目的充分实现的有效率的金融监管。它是有效金融制度的组成部分，也是实现有效金融制度的必要条件。”“有效监管的构成有两个要素：一是金融监管目标充分实现，二是监管效果与监管成本分析符合经济效率要求。”^⑰有效监管是金融监管的根本性原则，金融监管应当力争以最小成本实现最佳效果。有学者指出，过严的金融监管会抑制金融竞争和金融效率，金融监管并非越严越好，关键在于“有效”二字。^⑱因此，金融监管的方式应当符合安全原则、效率原则、适度原则和尊重市场主体权利原则。^⑲

禁止证券公司从业人员持有、买卖股票的规定，这种身份主义式的立法，由于过于严格，极大地增加了监管成本，并不符合金融监管的效

^⑭ 《东方杂志》1915年第12卷第2号。转引自王志华：《中国近代证券法》，北京大学出版社2005年版，第233页。

^⑮ 《旧中国交易所股票金融市场资料汇编（上）》，书目文献出版社2001年版。转引自王志华：《中国近代证券法》，北京大学出版社2005年版，第243页。

^⑯ 参见我国台湾地区“证券交易法”，转引自国家经济体制改革委员会政策法规司编：《国内外股份经济股票交易法规选编》，中国检察出版社1992年版，第1232~1248页。

^⑰ 徐孟洲等：《金融监管法研究》，中国法制出版社2008年版，第62页。

^⑱ 参见朱崇实主编：《金融法教程》，法律出版社2005年版，第37页。

^⑲ 《东方杂志》1915年第12卷第2号。转引自王志华：《中国近代证券法》，北京大学出版社2005年版，第237~241页。

率原则和适度原则,事实也证明这种禁止性规定并不能有效实现。

正如前文论证的,我国现行立法“特立独行”地禁止证券公司从业人员持股,主要是基于以下考量:其一,证券公司从业人员更容易获得内幕信息,并通过买卖特定目标公司的证券从中牟利;其二,证券公司部分从业人员,如分析师、研究员等,可以通过其提供的咨询和研究报告对于投资者的投资行为形成一定程度的影响力,若允许其进行证券交易,其本职责任和投资利润之间可能形成利益冲突;其三,相对于证券市场上众多的普通投资者而言,证券公司从业人员从事证券交易,具有知识背景和专业技术上的优势。因此,为了处理好证券公司从业人员持股问题,解开制度规范与市场现实之间的悖论,就必须针对以上问题予以妥善的制度性安排。改革并非一蹴而就,高屋建瓴总是需要深入的奠基和长久的构筑,从现实角度考察,由于监管机关配套法规、制度的建立完善,证券公司治理结构的进一步完善、内控制度日趋严格,目前已经具备了在一定程度上放开其从业人员持有、买卖股票的现实基础。

1. 内幕信息知情人登记制度的建立

2011年6月中旬,中国证监会起草了《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定(征求意见稿)》,明确了上市公司应当建立内幕信息知情人登记管理制度,进一步完善信息披露事务管理制度,建立档案,及时记录所有可能对公司股价及其证券衍生品种交易价格产生影响的重大事件的内幕信息知情人的名单及其知悉该等信息的具体时间、地点、依据、方式及具体内容等,要求上市公司通过签订保密协议、禁止内幕交易告知书等方式,明确内幕信息知情人的保密义务及责任。该征求意见稿是对2010年《国务院办公厅转发证监会等部门关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》的进一步落实。概括来说,就是要做到“事前备案”、“事中留痕”和“事后问责”。^②随后,《上海证监局内幕信息知情人登记制度(试行)》于2011年7月正式开始施行。事实上,上市公司内幕信息知情人登记制度推动已久。自

^② 参见朱宝琛:“证监会发布内幕信息知情人登记制度征求意见稿”,载《证券日报》2011年6月16日。

2008年起,证监会已在深圳、福建、上海等辖区试行上市公司内幕信息知情人登记管理制度,截至目前已推广到全国范围,各辖区证监局和证券交易所均已建立登记制度,部分证监局还会同当地政府有关部门建立了保障执行的一套制度措施,如组织联席会议、联合发文等。我们使用谷歌、百度等搜索引擎,在网上即可方便地检索到各上市公司根据各地证监局的规定制定的本公司的内幕信息知情人登记制度。内幕信息知情人登记管理制度的逐步建立和完善,无疑大大提高了证券监管部门对于内幕交易的监管力度,使监管方式具有更强的针对性,为破除当前立法中规制内幕交易的身份主义倾向打下了基础。

2. “信息隔离墙”制度的完善

中国证券业协会于2010年12月29日发布《证券公司信息隔离墙制度指引》(以下简称《指引》),要求证券公司建立观察名单和限制名单制度,如证券公司在投资银行业务部门与客户发生实质性接触后的适当时点,相关项目所涉公司或证券将列入观察名单。《指引》还明确规定了观察名单和限制名单的知悉人员范围和对公司业务的影响。《指引》通过制度设计,指导证券公司规范发布证券研究报告与投资银行业务之间的信息隔离;要求证券公司应当按照防范内幕交易和利益冲突的需要,根据法律法规的规定,明确工作人员可以买卖或者禁止买卖的证券和投资产品,并根据法律法规的要求制定相应的工作人员证券投资行为管理制度,监控和管理工作人员的证券投资行为。^②

3. 对基金从业人员持有、买卖证券限制的放宽

2011年年初下发的《证券投资基金法(修订草案)》征求意见稿第17条规定:“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、利害关系人买卖证券及其衍生品种的,基金管理人应当建立申报、登记、审查、处置等管理制度,避免与其管理的基金的基金份额持有人发生利益冲突。”这意味着,立法在证券从业人员持股问题上开始松绑。对于立法在基金从业人员投资股票问题上态度的转变,学界基本上持赞同的态度,学者王连洲认为世易法移,从业人员炒股是

^② 参见王瑾:“证券业协会出台券商信息隔离墙制度指引”,载《证券时报》2010年12月29日。

“权利的回归”。^②

从上述几点看,笔者认为,立法上应当取消对证券公司从业人员持有、买卖股票的禁止性规定,同时建立并完善禁止内幕交易制度、防范利益冲突制度。

(二) 建立健全相关禁止内幕交易制度、防范利益冲突制度

1. 进一步完善现有的禁止内幕交易制度

现有刑法修正案已将严重的内幕交易行为定性为犯罪,并给予刑事处罚。现行《证券法》也在第202条规定“证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前,买卖该证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券的,责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足三万元的,处以三万元以上六十万元以下的罚款。单位从事内幕交易的,还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的,从重处罚。”

在此框架下,应当进一步完善并推广内幕信息知情人制度对内幕信息知情人员予以监控。

而对证券公司而言,应当完善其从业人员证券账户信息的申报、备案、公示、监控制度。由于证券公司里内幕信息主要来自于投行部门(接触上市公司有关的项目)、研究部门(接触上市公司人员),因此,证券公司对其从业人员的证券交易进行监控的重点也应当放在这些部门的相关人员的行为规制上。笔者建议采取如下监管措施:

(1)建立投行项目数据库,对项目起始时间、进展、接触过项目的人员予以登记并跟踪;(2)建立证券公司从业人员相关证券账户报备制度,包括其本人账户、关联账户都应当予以申报,并纳入监控;(3)进一步完善证券公司信息隔离墙制度,从而防范内幕信息的扩散和利用;(4)赋予证券公司建立禁止交易名单的权利,由证券公司内控部门建

^② 参见付建利、杜志鑫:“基金从业人员炒股:如何避免内幕交易”,载《证券时报》2011年2月28日。

立禁止交易名单,名单内的从业人员在特定时期内不得从事所涉及证券的交易行为;(5)赋予证券公司内控部门对相关从业人员进行检查、质询的权利,当内控部门发现异常或者可疑交易时,可以要求其从业人员予以解释说明;(6)对不符合证券公司防范内幕交易制度要求的情形,赋予证券公司解除与相关人员劳动合同的权利,从而使其控制措施具有相当的震慑力。

2. 完善防范利益冲突及利益输送的制度

对证券市场的法律规制的精细化程度,反映了一国的市场成熟程度和立法技术水平。粗疏的“一刀切”式的规定往往会在“公平”的名义下破坏公平,法律艺术当如庖丁解牛,才能在错综复杂的权益链条中寻找妥善的解决之道。对于证券公司的从业人员而言,为有效防范利益冲突,应采取区别对待的态度,针对两类人员予以重点关注,其一是从事自营、资产管理的投资人员;其二是研究人员,即证券公司研究员、分析师。

对投资人员应当禁止其进行以下几类交易:(1)当投资人员本人账户或关联账户已经持有某一证券时,投资人员企图影响证券公司买入、持有或卖出该证券,以使自己获利;(2)当证券公司准备买入或正在考虑买入某一证券时,投资人员同时买入同一证券,以使自己获利;(3)投资人员与证券公司互为对手方的证券交易等。

而对证券公司研究员、分析师的行为规制,纽约证券交易所规则

[NYSE Rule 472 (e)]对我国现时情况较具借鉴意义,²²美国证券交易商协会规则[NASD Rule 2711(g)]亦在与纽交所规则保持一致性的前提下,对研究分析师个人交易证券的行为作出了更为细化的规定。²³笔者认为,我国可从以下几个方面对相关违规行为进行规制:(1)应根据研究员、分析师的研究报告通常所涉的行业或业务类型,禁止其及家庭成员在公开发行前买卖相关行业发行人发行的证券;(2)在证券公

²² See NYSE Rule 472 (e), 载 http://nyserules.nyse.com/nysetools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_6&manual=/nyse/rules/nyse-rules/, 09/03/2011 visited, 2011年9月3日最后访问。笔者从纽交所规则中摘录如下,供相关部门制定规则时参考:(1)发行人的主营业务类型或者所在行业与研究分析师在其研究报告中通常涉及的公司相同的,该研究分析师及其家庭成员不得在公开发行前购买或收受该发行人的证券。(2)在会员组织发布关于目标公司证券或者该证券的评级或预测价格发生变动的研究报告之前30日与之后5日内,研究分析师及其家庭成员不得买卖目标公司的任何证券或者该证券的衍生产品。(3)研究分析师及其家庭成员不得进行与该研究分析师的最新建议相反的交易(即,在给出“买入”或“持有”建议时卖出证券,在给出“卖出”建议时买入证券,或者在就某一证券给出“买入”或“持有”建议时做空此证券)。(4)以下列出第(1)、(2)、(3)款所包括的禁止行为的例外(每项授予的例外必须遵守会员组织适用的政策和程序,以合理地确保根据这些例外生效的交易并未在研究分析师与/或其家属成员的职业责任与个人交易行为之间产生利益冲突):(i)研究分析师与/或其家属成员的交易的产生是因为其个人财务状况出现了意料之外的重大变化,并且交易已经通过法律或合规部门的书面预先批准;(ii)当目标公司的重大新闻或事件导致了研究报告的公布或评级或定价的变更时,会员组织可以允许在(e)(2)款规定的30日历日的期限内公布研究报告或变更有关目标公司的评级或定价,无论研究分析师与/或其家属成员是否存在交易目标公司的证券或该证券的衍生产品的行为,但是该研究报告的公布或该评级或定价的变更必须已经通过法律或合规部门的书面预先批准;(iii)当研究分析师与/或其家属成员在该研究分析师与会员组织建立雇佣关系之前已经购买了证券或该证券的衍生产品时,新加入会员组织的该研究分析师与/或其家属成员在其与会员组织的建立雇佣关系起30日历日内进行的出售交易;(iv)当研究分析师与/或其家属成员在该研究分析师作出针对目标公司的首次分析报告之前已经购买了目标公司的证券或该证券的衍生产品时,该研究分析师与/或其家属成员自会员组织公布研究报告或变更有关目标公司的评级或定价起30日历日之内进行的出售交易;(v)非由研究分析师控制的账户进行的并且研究分析师与/或其家属成员无投资决策权或控制权的投资基金进行的交易,但是该研究分析师与/或其家属成员在基金资产的权益不得超过1%,并且该基金不得将其资产的20%以上投资于主营业务与研究分析师在研究报告中通常涉及的公司所经营的业务相同(或相同的产业分类)的发行人的证券;(vi)根据1940年《投资公司法》第5(b)(1)段所定义的经过注册的分散投资公司所进行的交易。

²³ NASD Rule 2711 (g), 载 http://finra.complanet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3675, 09/03/2011 visited。

司发布关于目标公司股票的研究报告的前后一定期间内,应禁止该证券公司的研究员、分析师及其家庭成员买卖目标公司的股票;(3)重点监管研究员、分析师及其家庭成员的相反交易行为;(4)针对研究员、分析师及其家庭成员违规持有、买卖股票,但并非出于非法牟利目的、且并未产生利益冲突的情形给予豁免,譬如,因其个人财务状况突然出现重大变化,经过公司合规部门批准后进行的股票交易。其在证券公司任职前已经购买了某一股票,任职后一定期限内卖出该股票的行为。