

个股期权交易视野下跨市场内幕 交易行为规制研究*

桂 祥**

摘要:《期货和衍生品法》给我国期货和衍生品高质量发展带来新机遇,也使期现跨市场交易更加复杂和常见。一方面,证券现货和个股期权价格高度联动;另一方面,现有证券、期货和衍生品法律制度对内幕交易行为的规制在多方面存在一定差异,而这种差异在规制个股期权和证券现货跨市场内幕交易时可能导致监管真空。有必要在个股期权交易视野下,从构建跨市场交易衔接机制和完善相关配套机制等方面实现对跨市场内幕交易的规制。

关键词: 个股期权 跨市场 内幕交易

一、问题的提出

2022年8月1日起我国施行了《期货和衍生品法》,这是我国第一部期货和衍生品法律,对我国期

* 本文系中央高校基本科研业务费项目“智能金融风险的监管法律问题研究”(项目编号:2232021E-08)阶段性成果。

** 东华大学人文学院讲师。

货及衍生品市场未来高质量发展具有重要意义。金融衍生品的价值常依赖于商品或者股票等基础资产价值变动,使金融衍生品交易本身具有跨机构、跨市场交易的特点,^[1]期货、现货、金融衍生品等不同市场间的互动也将更加紧密,跨市场交易变得越来越常见,跨市场交易模式也将变得越来越复杂。2013年8月16日发生的“光大乌龙指事件”即非常典型的跨市场交易案例,曾引起相关学者的广泛关注和讨论。^[2]当然,该事件更多体现的是股指期货市场和现货市场间的跨市场内幕交易行为。而在2021年8月17日,美国证券交易委员会指控美国生物技术公司麦迪韦逊的前高管马修·帕努瓦特在5年前辉瑞制药收购该生物技术公司之前从事内幕交易行为,目前该案在美国仍处于法院审判阶段。但与典型的内幕交易行为不同的是,马修在获悉辉瑞制药将收购麦迪韦逊公司的消息后,并没有直接买入其所在的麦迪韦逊公司股票,而是买入了麦迪韦逊公司的竞争对手英赛德公司的股票期权,但马修也并没有直接获取有关英赛德公司的内幕消息,其买入英赛德公司股票期权的原因是他知道辉瑞制药公司收购麦迪韦逊公司的信息将同样导致作为竞争对手的英赛德公司股票上涨,而马修也因此获取了12万美元的收益。^[3]由此可以看到,该案中行为人并非利用现货或衍生品的信息在对应的市场中进行交易,而是利用现货市场中的相关信息,在个股期权市场中进行跨市场交易,利用现货市场的价格波动影响个股期权价格并以此获取个股期权交易中的营利,同时由于期权交易本身的特征,这种跨市场交易模式还具有亏损有限而营利倍增的特征。这种交易模式在美国证券市场中也被称为“影子内幕交易”。而在实践中,这种通过个股期权完成的跨市场交易所利用的信息可能不仅包括股票现货的内幕信息,还包括股票现货市场中的个股交易信

[1] 参见窦鹏娟:《场外衍生品监管:美国式变革的反思与启示》,载《证券市场导报》2013年第12期。

[2] 参见缪因知:《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,载《法学》2014年第1期;李西臣:《错单交易信息何以成为内幕信息?——析证监会处罚光大证券“乌龙指”案》,载《兰州学刊》2016年第5期。

[3] 参见《买竞争对手期权 美国一高管被控内幕交易》,载百度百家号,<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1791503625025982235&wfr=spider&for=pc>,2024年3月22日访问。

息或未来的交易策略等。

随着我国经济发展和各类市场建设的加速,证券市场的复杂化和新型金融工具的不断出现,衍生品交易市场的发展已经是大势所趋,不同类型的跨市场交易将不断增多。^[4] 值得思考的是,多层次市场的构建本意不是隔绝各市场间的互动和联系,利用不同市场进行套利或者套保也并非“原罪”,不同市场间有关内幕交易行为规制的侧重点也存在较大差异,股票现货市场中的交易信息或者未来交易策略是否必然属于个股期权交易中的内幕信息还有待进一步分析。而相关主体在不同市场间的跨市场交易行为必然伴随资金、信息等要素在不同市场流动、配置,进而打破原有市场的平衡,在特定时空条件下相对于其他市场主体形成相对的优势,而这种优势的形成和基于此种优势的交易是否具有当罚性,是否应将其纳入内幕交易规制视野下等问题,都值得研究。

二、个股期权交易视野下跨市场交易类型分析

(一) 我国个股期权交易现状

股票期权,是指一种能在未来特定期限内以预先确定的价格和条件买进或卖出一定数量股票的权利。期权的买方通过向卖方支付一定的费用,获得在约定的时间以约定的价格买入或卖出约定数量标的股票的权利。^[5] 股票期权的基础资产是股票,股票期权与标的股票之间存在较为紧密的内在关联性,正因如此,通过买入现货同时买入认沽期权或者卖出认购期权等跨市场交易方式,股票期权为股票投资者提供了有效的规避风险、资金管理的手段,而从整个市场来看,股票期权交易还能起到发现股票现货价格的功能。2015年2月9日,我国在上海证券交易所正式上市了首个场内股票期权交易产品——上证50ETF

[4] 参见陈洁、曾洋:《对“8·16 光大事件”内幕交易定性之质疑》,载《法学评论》2014年第1期。

[5] 参见彭鲁军、陈亦聪:《股票期权内幕交易法律规制之检视与思考》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第13卷),法律出版社2014年版,第295页。

(英文全称为“exchange traded fund”,指交易型开放式指数基金,通常又被称为交易所交易基金,是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的开放式基金),其后相关交易所又陆续推出了沪深300ETF期权和沪深300股指期权交易,而在2022年9月19日,经中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)批准,上海证券交易所又上市交易了中证500ETF期权合约品种。这些期权品种都属于场内交易的期权,都是标准化的交易合约,虽然期权品种的扩充给予市场投资者更多元的对冲选择,提升了我国场内期权市场整体规模,但现有场内股票期权都属于股指期权,以具体公司股票为基础资产的场内标准化个股期权品种数量仍为零。

当然,证券市场中标准化的个股期权品种的缺失并不意味着对个股期权交易需求的消失,作为证券市场中的业务创新,诸如私募基金等各类市场主体出于各种目的仍会和券商开展场外个股期权交易。自2012年起,证券公司开始场外期权业务试点,在监管机构多轮规范管理下,场外个股期权交易规模呈现快速增长的态势。中国证券业协会所著《中国证券业发展报告(2022)》(中国财政经济出版社2022年版)显示,2021年场外期权累计新增名义本金规模为3.63万亿元,同比增长39.41%,交易笔数同比增长93.11%。由此可见,场外个股期权业务需求旺盛、发展迅速,同时存在较大的不透明性和非标准性,因此在业务发展过程中仍可能出现相对不规范的现象。例如,2022年6月,证监会分别对华泰证券、中信建投证券、中国国际金融股份有限公司3家一级交易商采取出具警示函或责令改正的监管措施,而具体案由均涉及场外个股期权业务违规。正因如此,中国证券业协会先后发布了《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》和《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》,2020年9月,中国证券业协会更在合并上述两份通知的基础上,制定了《证券公司场外期权业务管理办法》(以下简称《管理办法》)。《管理办法》更多属于行业规范而不具有法律效力,同时其中内容更多是有关场外期权业务监管而非具体行为规制。另外,现有证券、期货和衍生品市场有关内幕交易行为的规制更多是着眼于证券市场、期货市场的单个市场交易活动,对个股期权以及通过个股期权交易实施的跨市场内幕交易,尚缺乏针对

性规定,如果制度层面不予以跟进,则容易产生监管漏洞〔6〕。因此,准确厘定个股期权和现货证券跨市场内幕交易打击范围尤为重要。

(二) 个股期权交易下期现跨市场交易类型分析

个股期权交易丰富了人们的风险管理和投机渠道,不同方式、方向的期现跨市场交易能实现不同的交易目的,这些跨市场交易方式主要体现为以下5个方面:

1. 同一主体在现货市场中买入股票同时在个股期权市场买入该个股的认沽期权或者卖出认购期权,反之亦然。这种交易模式更多体现为非常典型的套期保值,即投资者为了防止现货价格波动带来的损失,在个股期权上建立与现货相反的交易头寸,当现货价格下跌出现损失时,可以通过在期权交易中行权来获得收益,从而使收益和亏损相互抵消并达到对冲风险的目的。套期保值交易的本质其实是投资者利用自身在现货市场中的交易信息,以最大损失权利金为代价,为所持有的现货购买保险。当然,这种交易模式也可以用于期权市场的无风险套利,比如期权的上下边界套利,在投机者套利过程中其更多是利用了期权本身的价格信息及现货价格信息。期权及现货市场都并非理论中的完全有效市场,在实践中都可能存在价格偏差,这也为投机者提供了期现套利的机会,实际上自2010年股指期货开通后,期现套利成为证券行业存在已久的盈利模式。〔7〕

2. 同一主体在现货市场中买入股票同时在该股票的个股期权市场中进一步买入认购期权,或者在现货市场中卖出股票的同时在该股票的个股期权市场中卖出认购期权。这种情形下投资者的资金量可能较大,这种巨额的交易规模可能影响现货市场的价格,并通过期现联动进一步对期权合约的价格起到同向影响的作用,进而达到放大收益的效果,这种交易行为可能会因滥用市场影响力而构成市场操纵行为,当然,如果不存在市场操纵行为,该类型交易实际是由交易者利用自身在现货市场上的交易信息通过个股期权市场来实现的,或者是由交易者利用自身在个股期权市场上的交易信息通过现货市场来实现的。

〔6〕 同前注〔5〕。

〔7〕 同前注〔4〕。

3. 利用上市公司相关的重大非公开信息在相应的个股期权中交易,此时交易主体在决定进行个股期权交易前更多的是利用有关上市公司的重大非公开信息。例如,美国证券交易委员会诉得克萨斯海湾硫磺公司案(SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.)中,即公司内部人利用利好消息大量买进公司股票期权。^[8]但此时交易主体并没有在现货市场直接进行交易而是在个股期权市场中进行交易,因此,还应当审视有关上市公司的重大非公开信息是否属于个股期权市场中的内幕信息,而个股期权市场中的内幕信息相对于现货市场的内幕消息而言有一定的特殊性。

4. 期权交易主体在个股期权交易中利用其他交易主体在现货市场中的巨额交易信息或交易策略。在现货市场中,由于特定证券标的本身具有相对稀缺性,较容易受到市场供求关系的影响,尤其是对于体量较小的上市公司股票而言,较大规模的交易行为能对证券价格产生较为显著的影响。而根据期权定价模型,当前股票价格、执行价格、期权期限、股票价格的波动率、无风险利率、期权期限内预期发放的股息6大因素决定了股票期权的价格。^[9]正因为现货市场短期内的供求关系变化在不同程度上会影响现货股票的价格进而影响个股期权的价格,期权交易主体才可以在得知股票现货交易策略或者交易信息前购买或者卖出相应的股票期权,并依靠这种信息优势获利,这种“抢跑”交易类似于传统的“老鼠仓”交易。

5. 在股票现货交易中利用其他交易主体在个股期权交易中的巨额交易信息或者交易策略,这种交易模式其实与第四种模式类似,从现货市场来看利用的仍然是内幕信息以外的其他未公开信息,仅仅方向相反。当然,个股期权和证券两个不同市场在内幕交易主体、行为、信息种类、信息要素等方面的制度差异可能导致相关行为的规制差异。

综上所述,上述5种较为典型的个股期权和股票现货之间的跨市

[8] 参见刘成墉:《金融衍生品之跨市场内幕交易——以检视台湾地区规范间隙为视角》,载郭峰主编:《证券法律评论》(2015年卷),中国法制出版社2015年版,第545页。

[9] 参见[加]约翰·赫尔:《期权、期货及其他衍生产品》(第8版),[加]王勇、[加]索吾林译,机械工业出版社2012年版,第152页。

场交易行为有的应属合法,如较为典型的套期保值和期现套利;而有的跨市场交易在现有证券、期货和衍生品法律分立的制度语境下则存在一定的模糊性,是否应当纳入内幕信息交易违法行为的打击范围,则仍应结合相关基础理论问题进一步探究。

三、个股期权交易视野下期现跨市场内幕交易认定差异分析

就内幕交易认定而言,《证券法》《期货和衍生品法》的相关规定中存在一定的差异,这些差异多由现货和个股期权的本质特征不同所决定,并给跨市场内幕交易行为的认定带来了一定的困难。

(一) 证券市场与个股期权市场内幕信息相关性要素差异

在证券法律制度中,《证券法》第52条第1款原则性地规定了内幕信息的概念,第2款则规定了《证券法》第80条第2款和第81条第2款所列重大事件属于内幕信息。虽然也有观点认为内幕信息不必然具有相关性要求,即内幕信息可以不来自公司内部。^[10]但更多学者认为,禁止内幕交易的初衷就在于防止内部人抢在该公司的其他投资者知晓信息前买卖该公司股票获利而造成证券市场上的不公平。^[11]因此,《证券法》规定的内幕信息强调了信息与证券标的公司之间的关联性,强调了信息源主要来自证券标的公司。^[12]这种观点在现有法条中似乎也找到了相关印证,从《证券法》第52条规定可以看到“经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响”等都应当接受“涉及发行人”的约束,这也被相关学者认为是从法律上体现了证券市场内幕信息的相关性要素要求。

[10] 参见闻志强:《“内幕信息”的认定标准和司法适用分析》,载《西南交通大学学报(社会科学版)》2015年第1期;曹理:《新〈证券法〉下内幕交易认定的理念转换与制度重构——以光大证券“乌龙指”案为对象的分析》,载《西南民族大学学报(人文社会科学版)》2022年第1期。

[11] 参见李西臣:《错单交易信息何以成为内幕信息?——析证监会处罚光大证券“乌龙指”案》,载《兰州学刊》2016年第5期。

[12] 同前注[4]。

而与此相对应的是《期货和衍生品法》有关内幕信息的界定没有突出强调信息与特定主体的关联性而导致衍生品市场的内幕信息的范围其实“无所不包”。^[13]这是因为证券现货主要为特定主体融资,特定主体的相关信息决定了其投资价值,而投资者与证券发行人等特定主体之间存在较大的信息落差,容易产生信息不公平。而个股期权的功能并非为特定主体融资,而更多体现的是与现货风险对冲功能,交易者之间的信息落差要远小于证券发行人与投资者之间的落差,交易者根据各自搜集、挖掘的市场信息及其风险偏好对风险出价和交易。^[14]因此衍生品市场中的内幕信息更强调重大性和非公开性而不强调相关性,这在《期货和衍生品法》中也有所体现。^[15]由此可见,《证券法》中内幕信息与《期货和衍生品法》中的内幕信息在相关性要素上出现了较为明显的差异,实际交易中就可能存在以下情况,即某种信息在个股期权交易中属于内幕信息而在相应的个股现货交易中却不属于内幕信息。例如,监管机构工作人员因为工作关系知悉了可能对期权交易价格有重大影响的市场信息,但并不源自上市公司内部或者与特定的上市公司并不相关,这在个股期权市场中交易可能构成内幕交易行为,但对现货市场的具体股票交易则不构成内幕交易行为。又由于个股期权与股票现货之间存在高度关联性和互动性,利用该信息在现货市场中交易虽不构成内幕交易行为,却起到了实际内幕交易的类似效果。

(二) 证券市场与个股期权市场内幕信息种类的差异

证券市场中交易主体如果利用了内幕信息进行交易,则该交易将被认定为内幕交易违法行为,而如果特殊主体利用了内幕信息外其他未公开信息进行交易,则该交易可能被认定为利用未公开信息交易违法行为,因此,对于利用其他未公开信息进行交易的行为,目前法律将其作为与内幕交易行为并列的一种独立违法犯罪行为进行规制,有专

[13] 同前注[4]。

[14] 参见李明良、李虹:《期货市场内幕交易的内涵:以美国为中心的考察》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第13卷),法律出版社2014年版,第281页。

[15] 《期货和衍生品法》第14条第1款规定:“本法所称内幕信息,是指可能对期货交易或者衍生品交易的交易价格产生重大影响的尚未公开的信息。”

家将这种路径称为“分轨模式”〔16〕。根据2019年最高人民法院、最高人民检察院《关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》(以下简称《利用未公开信息交易司法解释》)第1条的规定,内幕信息以外的其他未公开的信息一般可以包括:(1)证券、期货的投资决策、交易执行信息;(2)证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息;(3)其他可能影响证券、期货交易活动的信息。

在衍生品市场中,现有法律对于内幕信息种类采用了“并轨模式”,并未将交易信息或决策独立于内幕信息种类之外。《期货和衍生品法》第14条第2款对期货交易的内幕信息进行了列举〔17〕,但对于衍生品交易中的内幕信息种类并未明确规定,也没有其他规范性文件对此进行明确列举。从《期货和衍生品法》对期货交易内幕交易种类的列举可以看到,期货市场内幕交易具有其自身特点,期货市场的内幕信息通常产生于国民经济或交易市场本身,单个公司的经营信息通常不会成为期货市场内幕信息的来源。〔18〕期货市场中与标准化合约交易有关的内幕信息与上市公司等证券发行主体不存在任何形式的关联。〔19〕而目前《期货和衍生品法》对衍生品与期货采用的是场内场外合并立法模式,如果两者立法思路和理念相仿,是否意味着衍生品的内幕信息也应当体现为宏观经济政策信息、有系统性影响的信息以及特定交易者的交易信息等市场层面信息,而不应该是具体公司经营信息。

这种不同市场中内幕信息种类的差异现象可能导致跨市场交易行为规制上存在一些困惑。当相关交易主体利用个股期权交易信息、决

〔16〕 参见龙非:《未公开重大交易信息应当作为内幕信息——光大证券“乌龙指”事件处罚案例分析》,载《法律适用》2018年第10期。

〔17〕 《期货和衍生品法》第14条第2款规定:“期货交易的内幕信息包括:(一)国务院期货监督管理机构以及其他相关部门正在制定或者尚未发布的对期货交易价格可能产生重大影响的政策、信息或者数据;(二)期货交易场所、期货结算机构作出的可能对期货交易价格产生重大影响的决定;(三)期货交易场所会员、交易者的资金和交易动向;(四)相关市场中的重大异常交易信息;(五)国务院期货监督管理机构规定的对期货交易价格有重大影响的其他信息。”

〔18〕 参见钟维:《期货市场内幕交易:理论阐释与比较法分析——兼论我国期货法之内幕交易制度的构建》,载《广东社会科学》2015年第4期。

〔19〕 参见谢杰:《最新内幕交易犯罪司法解释的缺陷与规则优化》,载《法学》2012年第10期。

策信息在现货市场上进行证券交易时(上文中提及的第五种交易模式),按照《利用未公开信息交易司法解释》的规定,由于个股期权交易信息并非证券、期货投资决策或交易执行信息,并不属于其他未公开信息,也并非内幕信息,相关主体在证券市场上的交易行为自然也不应当属于内幕交易行为或利用其他未公开信息交易行为。而投资者在个股期权交易中利用上市公司重大非公开经营信息时(上文提及的第三种交易模式),如果具体公司经营信息不被认可为期权市场中的内幕信息,则相关个股期权交易行为也不能成为内幕交易行为,但这对于其他期权交易主体来说其实是不公平的,因为投资者实际利用个股期权价格与基础标的价格的内在紧密联系交易达到了内幕交易相同的效果。

(三) 证券市场与个股期权市场内幕交易行为构成要件差异

《证券法》第50条规定:“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。”可以看到,该条文含有“利用”字样,强调的是知情人进行交易时以内幕信息为投资决策依据这一行为的主观特征,该条文采用的是“利用标准”或“主观标准”。〔20〕而《期货和衍生品法》第13条规定,“在内幕信息公开前不得从事相关期货交易或者衍生品交易,明示、暗示他人从事与内幕信息有关的期货交易或者衍生品交易,或者泄露内幕信息”。《期货和衍生品法》在内幕交易的行为构成方面采用的是“知悉标准”。总体而言,“利用标准”的构成要件更为严苛,因为不仅需要行为人知悉内幕信息,而且要求行为人的交易应当受到内幕信息的影响,但由于行为人主观状态难以证明,加之司法实践中对于利用要件事实推定的广泛运用,〔21〕事实上,证券与个股期权内幕交易行为在该事实要件认定上的差异并不大。

在衍生品法律制度中,所有内幕信息知情主体在信息公开前都不能开展衍生品交易,不能明示、暗示他人从事衍生品交易,不能泄露内

〔20〕 参见曾洋:《证券内幕交易的“利用要件”》,载《环球法律评论》2013年第6期。

〔21〕 参见陈洁:《内幕交易事实认定中自有裁量权的适用及其规制——以内幕交易“知悉”要件的推定为视角》,载《清华法学》2018年第6期。

幕信息。但由于信息种类的“分轨模式”,在《证券法》中,对于内幕信息而言,知情人和非法知情人的禁止行为包括买卖证券、泄露信息、建议买卖证券等;而对于内幕信息以外的其他未公开信息而言,禁止行为则包括从事相关证券交易及明示、暗示他人从事相关交易。通过比较我们首先可以看到证券和衍生品有关内幕交易行为规制标的是相对隔离的,即衍生品内幕交易规制的行为是利用内幕信息进行衍生品的交易而非证券交易,而证券内幕交易规制的行为也是利用内幕信息进行证券的交易而非期货或衍生品交易。《刑法》中的内幕交易、泄露内幕信息罪虽然也规定利用证券市场的内幕信息从事期货交易构成内幕交易犯罪,^[22]但由于《期货和衍生品法》中的期货严格来说并不包括目前场外交易的个股期权(其为衍生品),因此在目前的法律规定语境下,如果证券市场相关内幕信息在个股期权市场中不构成内幕信息,则相关主体利用该信息从事个股期权交易仍可能存在一定的规制困境。

另外,在证券法律制度中利用其他未公开信息的交易行为和内幕交易行为规制相比,缺少了泄露信息行为的规制。虽然《利用未公开信息交易司法解释》规定了“以出售或者变相出售未公开信息等方式”,对有偿泄露其他未公开信息行为进行了必要规制,但对于特定主体单纯泄露其他未公开信息的行为目前仍然无法规制。当特定主体向一般主体泄露其他未公开信息,一般交易主体在期权市场中抢先进行方向相同交易时(上文提及的第四种交易模式),泄露信息行为规制的缺失可能使对相关主体的行为约束更加困难:一方面,特定主体的泄露行为无法规制;另一方面,一般主体在个股期权市场中的交易行为也较难规制。原因在于,现货交易信息在个股期权市场中可能也较难确定

[22] 《刑法》第180条第1款规定:“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。”

相关内幕信息具体种类,如果个股期权比照期货内幕信息种类,则交易者资金应当被限定在期货交易所而非现货市场^[23]。另外,由于现货和期权的特征差异,不同类型的信息在现货市场和衍生品市场的传导速度和影响大小不同。对整个证券市场或对权重较大的成分股有较大影响的信息,将首先在衍生品市场得到反映;而对证券市场影响较小或对股指影响较小的信息,则更倾向于在股票市场得到反映。^[24]因此可能导致的情形是:某一具体现货的交易信息因为在现货市场中对市场价格影响较大能够被认定为内幕信息,而在个股期权市场中影响较小实质上不能被认定为内幕信息。但其相对于市场中其他交易主体而言存在不公平的信息优势,且这种信息优势并非由该信息知情主体通过自身努力收集、分析已有公开信息达成的,而是通过其他特殊关系达成,以此获取的利益也难言正当。

不仅如此,根据现有法律规定,特定主体利用其他未公开信息交易的行为规制限于证券、期货交易活动,如果特定主体利用证券市场中的其他未公开信息在个股期权市场中交易,在该其他未公开信息在个股期权市场中不构成内幕信息的前提下,可能会由于具体交易标的属于个股期权而非证券现货、期货而无法对其进行规制;“明示、暗示他人”虽然可以扩展到“相关交易活动”,但根据《利用未公开信息交易司法解释》第4条第4项的规定,“(四)他人从事相关交易的证券、期货品种、交易时间与未公开信息所涉证券、期货品种、交易时间等方面基本一致”,即使特定主体存在“明示、暗示他人从事相关交易活动”,也可能因为未公开信息涉及现货种类和具体交易个股期权种类的不一致而无法规制,但在个股期权交易语境下,这些行为中所涵盖的不公平信息优势并未因交易标的的转换而消失。

[23] 《期货和衍生品法》第14条第2款规定,“期货交易的内幕信息包括:……(三)期货交易场所会员、交易者的资金和交易动向”,其中“会员”和“交易者”都应当受“期货交易场所”限定。

[24] 参见王春峰、卢涛、房振明:《股票、股指期货跨市场信息监管的国际比较及借鉴》,载《国际金融研究》2008年第3期。

(四) 证券市场与个股期权市场内幕交易主体范围差异

《期货和衍生品法》第15条对期货和衍生品市场中内幕信息的知情人进行了规定,并对期货交易中内幕信息的知情人进行了列举,^[25]但对衍生品交易中内幕信息的知情人并没有明确规定。相关学者认为,期货市场内幕交易的基本主体主要包括四类:政府工作人员、期货自律管理组织工作人员、期货经纪商和事件类信息的制造者。^[26]由此可见,由于期货交易本身投机风险对冲的功能定位,其与特定主体并没有紧密联系,在具体类型上也基本没有体现出内部人特征,而更多体现为市场经营、管理职能特征。由此带来的疑虑是,证券市场内幕交易中的内部知情人能否被认定为期货内幕交易主体,而这种疑虑在期货和衍生品合并立法模式下可能也会影响对衍生品内幕交易主体的认定。比如,上市公司的高级管理人员在交易个股期权时能否成为内幕交易的主体,决定了其行为能否被内幕交易制度规制。另外,从《期货和衍生品法》相关规定可以看到内幕信息的范围较现货更宽泛,由此引发出值得思考的问题是交易者作为自己交易信息的源头是否也是自己交易信息的知情人,其利用自己的现货交易信息、资金动向等进行个股期权交易是否也构成内幕交易行为(上文提及的第二种交易模式)。在目前的法律语境下,如果现货交易规模较大并能对股票价格、期权价格产生重大影响,因为《证券法》和《期货和衍生品法》中“利用自身信息交易”内幕交易抗辩规则的缺失,^[27]交易主体利用自己交易信息可能面临构成内幕交易行为的风险。

在《证券法》方面,在“信息平等理论”基础上,不管是司法层面还

[25] 《期货和衍生品法》第15条规定:“本法所称内幕信息的知情人,是指由于经营地位、管理地位、监督地位或者职务便利等,能够接触或者获得内幕信息的单位和个人。期货交易所的内幕信息的知情人包括:(一)期货经营机构、期货交易场所、期货结算机构、期货服务机构的有关人员;(二)国务院期货监督管理机构和其他有关部门的工作人员;(三)国务院期货监督管理机构规定的可以获取内幕信息的其他单位和个人。”

[26] 同前注[14]。

[27] 参见陈洁:《“利用自身信息交易”作为内幕交易抗辩规则的建构——兼论我国内幕交易安全港规则的基本框架》,载《现代法学》2021年第5期。

是在行政监管层面,内幕交易主体都有扩张至“任何知情人”的趋势。^[28]另外,对于内幕信息外的其他未公开信息,其违法行为主体被限定为“证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构和其他金融企业的从业人员、有关监管部门或者行业协会的工作人员”(《证券法》第54条)。而对于其他一般交易主体而言,如果利用其他未公开信息进行交易,只能通过其他方式来进行规制。比如,在刑事领域可以通过共同犯罪的方式进行处罚,如姜某君、柳某利用未公开信息交易案。^[29]柳某系基金公司的基金经理,负责该基金的运营和投资决策,其将利用职务便利所获取的未公开信息泄露给姜某君,姜某君再通过趋同交易对相关证券进行交易,后被法院判定为共同利用职务便利获取未公开信息从事相关证券交易,柳某泄露未公开信息的行为实际成为共同犯罪的手段之一。虽有案例如此,但因为利用未公开信息交易罪主体的特殊性以及相关建议行为与交易行为之间的复杂性,该罪的共同犯罪问题已经成为刑法理论与实践中的一个争议较大的问题。^[30]不可忽视的是个股期权价格也会受供求关系影响,且和现货证券价格具有高度相关性,一般知情主体利用个股期权的交易信息、预先决策信息开展现货交易时(上文提及的第五种交易模式),其并不符合利用其他非公开信息交易违法行为的主体构成要件(当然,在信息种类、信息和行为的相关性上都存在问题),无法对其行为进行规制。

综合上述分析,笔者制作了表1,更直观地对证券市场与个股期权市场内幕交易差异进行对比。

[28] 参见曾洋:《证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开》,载《中国法学》2014年第2期。

[29] 上海市高级人民法院:姜某君、柳某利用未公开信息交易二审刑事判决书,案号:(2019)沪刑终76号,2019年12月31日。

[30] 参见刘宪权、林雨佳:《利用未公开信息交易共同犯罪的认定》,载《政治与法律》2019年第4期。

表1 证券市场与个股期权市场内幕交易差异对比

项目	在证券市场交易	在个股期权市场交易
利用具体企业经营信息	内幕交易行为(买卖证券、泄露信息、建议他人买卖证券)	不明确(具体企业信息是否能成为期权市场内幕信息、企业内部人员是否能成为期权市场内幕交易主体)
利用证券市场交易决策、交易信息	特定主体:利用其他未公开信息交易行为(证券交易,明示、暗示他人从事相关交易)、泄露信息无法规制	特定主体:不明确(证券市场交易决策、交易信息并不一定属于衍生品市场的内幕信息,不一定能以内幕行为进行规制;《期货和衍生品法》规定目前场外个股期权不属于证券和期货而属于衍生品,无法适用《刑法》《证券法》的其他未公开信息交易规定;明示、暗示他人从事相关交易活动也存在证券交易信息和期权交易的品种不一致问题)
	一般主体:无法规制(有共谋可与特定主体构成利用其他未公开信息交易共犯)	一般主体:不明确(证券市场交易者的资金和交易动向信息能否成为个股期权市场的内幕信息)
利用个股期权市场交易决策、交易信息	特定主体:无法规制(根据《利用未公开交易信息司法解释》,个股期权交易信息可能不属于其他未公开信息,同时也因与上市公司不直接相关而不属于现货市场内幕信息)	内幕交易行为(期货交易或者衍生品交易,明示、暗示他人从事期货交易或者衍生品交易,或者泄露内幕信息)
	一般主体:无法规制(主体和信息种类都不适格)	
利用市场系统性信息	不确定(市场系统性信息是否与上市公司相关联)	内幕交易行为(期货交易或者衍生品交易,明示、暗示他人从事期货交易或者衍生品交易,或者泄露内幕信息)

四、完善期现跨市场内幕交易行为规制对策建议

对于《证券法》和《期货和衍生品法》在内幕交易规制方面的制度差异,有两种不同观点:一方面,有观点认为,为了防止出现期现跨市场内幕交易行为的规制困境,可以采用一个市场“准用”另一个市场规定的做法,但期现不同市场间毕竟存在较为明显的差异,采用“准用”法则有可能忽视不同市场的差异性而造成新的不匹配,频繁修改法律也不利于保持法律的相对稳定性。另一方面,股票期权与其基础标的紧密联动可能会加速传统证券市场与期权、期货市场界限消逝,^[31]如果不顾期现市场制度差异带来的内幕交易行为规制困境,也可能使相关交易主体利用制度差异频繁开展跨市场交易行为,从而起到架空现有不同市场内幕交易规制制度的效果。因此,更为妥当的做法是构建不同市场间制度衔接,并完善相关配套机制。

(一) 构建期现跨市场交易衔接机制

1. 进一步明晰个股期权市场内幕信息种类和内幕主体

现有《期货和衍生品法》对衍生品交易中的内幕信息和内幕主体仅有原则性规定,对于衍生品交易的内幕信息种类和内幕交易主体并没有进行具体列举,而我国目前对于期货和衍生品采用的是合并立法模式,期货的立法理念在不同程度上会影响对衍生品内幕信息和内幕主体的认定,而这可能和作为个股期权的衍生品交易特征存在一定的冲突并在司法实践中引起分歧。比如,具体公司经营信息可能对期货影响并不大,但可能对个股期权价格的影响较大。虽然现有《期货和衍生品法》原则性规定的范围较广且也存在兜底条款,但兜底条款并非万能条款。在立法技术上,兜底条款存在的合理性依据似乎就在于人们无法用有限的知识来应对无限的社会变化。^[32] 在实践发展已经对法律提出明确需

[31] 同前注[8]。

[32] 参见石聚航:《刑法谦抑性是如何被搁浅的——基于定罪实践的反思性观察》,载《法制与社会发展》2014年第1期。

求时,法律则应当以明确的规定对其进行积极回应。因此,有必要进一步明确个股期权等衍生品交易中的内幕信息种类和内幕主体范围。具体来说,目前的《管理办法》并不具有法律效力,有必要由证监会对场外个股期权交易制定专门的部门规章(以下简称期权规章),提升法律位阶;在期权规章中应当在“禁止行为”章节中加入跨市场内幕交易行为,因为个股期权和现货证券价格的高度关联性,应当明确个股期权市场中内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人在内幕信息公开前不得从事相关的证券交易、期货交易或衍生品交易,不得明示、暗示他人从事与内幕信息有关的证券交易、期货交易或衍生品交易,或者泄露内幕信息;可以通过“列举+兜底”的方式明晰跨市场内幕信息种类和内幕主体,明确对于以具体证券或者证券指数为标的资产的期权合约,具体证券、证券指数的内幕信息,具有价格敏感性的证券、期货等相关市场交易者的资金和交易动向信息等应当也是期权市场的内幕信息,而具体证券、证券指数的内幕信息知情人也应当是期权市场的内幕信息知情人。当然从远期来看,随着现货市场和期货、期权市场的高度联动、紧密联系,有必要在未来的《证券法》和《期货和衍生品法》修订中更为直接和全面地构建证券现货和个股期权市场间交易行为的衔接机制,在更高法律位阶上予以保障。

2. 进一步准确认定利用其他未公开信息交易的违法行为性质

现实中,无论是立法者、行政执法机构还是司法机构,对于“老鼠仓”法律性质的认识存在一定模糊性。具体原因是“老鼠仓”行为可能存在多种类型、多种行为模式,简单将其归入一种类型,并不能完全解释各种不同类型的“老鼠仓”行为,也就出现了各种问题。^[33]当然,笔者认为造成“老鼠仓”行为的性质多样性的一部分原因应该是法律上对内幕信息以外其他未公开信息的概括性规定,虽然学理上诸多学者认为其他未公开信息应当具有未公开性和价格敏感性,但在监管和司法实践中通常只关注前者而忽略后者。^[34]其实这可能存在混淆不同种类信息的问

[33] 参见彭冰:《重新定性“老鼠仓”——运动式证券监管反思》,载《清华法学》2018年第6期。

[34] 参见王晓磊:《利用未公开信息交易罪中未公开信息的认定》,载《中国检察官》2019年第6期。

题,一部分决策信息因为金融机构资金规模较大,或者投资标的体量较小,决定了该决策信息具有价格敏感性,该类信息其实从内幕信息角度来认定更为准确,利用该类信息交易则构成内幕交易行为,而利用不具有价格敏感性的决策信息等其他未公开信息也并不意味着丧失违法性,其仍然受到《刑法》《证券法》相关规定的约束,可以从利用未公开信息交易、职务侵占等角度考虑具体规制。因为利用这种价格敏感性的交易决策、交易信息在交易过程中更多影响的是知情主体和其他主体间的信息和利益不均衡,而非特定交易主体与其所服务机构的背信,尤其是在知情主体交易规模较小或事后趋同交易的情况下。且在相关的典型司法判例中也常认为利用未公开信息交易行为“严重破坏了公开、公正、公平的证券市场原则,严重损害客户投资者或处于信息弱勢的散户利益”。^[35]而这也更多显示出内幕交易行为的特征。^[36]这种认定方式也能解决特殊主体在个股期权、现货跨市场交易中对具有价格敏感性的决策信息、交易信息的泄露行为规制问题和一般知情主体的交易行为规制问题。一般主体利用个股期权市场中具有价格敏感性的交易信息、决策信息在现货市场中进行交易的,如果这种交易信息、决策信息在证券市场中不被认定为内幕信息则很难进行规制,而如果将其认定为内幕信息,一般主体的交易行为也自然属于内幕交易行为,泄露该信息的行为也应当予以规制。综上所述,可以在相关规定或者司法解释中,对其他未公开信息根据价格敏感性标准进行更为准确的划分,明确具有价格敏感性的交易信息、决策信息应当属于内幕信息,而不具有价格敏感性的信息才是内幕信息以外的其他未公开信息。

(二) 完善相关配套机制

1. 建立衍生品违法交易行为举报制度

《证券法》《证券期货违法违规举报工作暂行规定》《期货和衍生品法》等对证券、期货有奖举报制度予以完善,但实践中勇于举报并成功获得奖励的举报人寥寥无几,反映出我国证券有奖举报制度从立法设

[35] 最高人民法院:原审被告人马某利用未公开信息交易案再审形式判决书,案号:(2015)刑抗字第1号,2015年11月23日。

[36] 参见耿利航:《证券内幕交易民事责任功能质疑》,载《法学研究》2010年第6期。

计到实践层面均存在不足,对举报人的奖励过低、保护不足等问题尤为突出。^[37] 而且结合本文所论及的个股期权视野下的跨市场违法交易行为,我们更应看到目前的举报规定仅针对证券、期货方面的违法违规行为,对个股期权等衍生品违法交易行为或者期权、现货跨市场违法交易行为并没有建立举报奖励制度,相关知情主体对于个股期权等衍生品违法交易行为缺乏通畅的举报渠道和相应的制度保护。由此,在衍生品交易及期现跨市场交易日益频繁、复杂的背景下,应当构建衍生品违法交易及跨市场违法交易行为的举报制度。同时应当结合现有证券期货违法违规行为举报制度中的不足,在衍生品违法违规交易举报制度中有针对性地进行完善。具体可以体现为:由于衍生品交易中的高杠杆特征,尤其是其收益较证券现货可能成倍增加,而现有证券期货举报规定对于举报人的奖励(最高为60万元)^[38]和违法违规交易行为所得的收益相比明显仍较低,也必然低于衍生品交易违法所得,因此,在衍生品违法交易行为举报制度中可部分借鉴美国证券交易委员会制定的“吹哨人”奖励规则,按照相应的罚款比例对符合条件的举报人进行奖励;目前证券期货违法违规行为举报规定在奖励举报方面仅允许实名举报,举报方式较之前的规定更加严格,但由于现实中的各种原因,知情主体可能并不希望以实名举报。因此,在衍生品违法交易行为举报制度中可以拓宽违法行为举报方式,对不同形式的举报线索只要查证属实都进行相应的奖励。目前对于违法违规行为的举报,现有制度规定需要满足一定的条件才能由举报处理单位进行登记,否则不予登记。^[39] 相关条件看似清晰明确,但其中隐含了举报条件,即《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》(2020年修订)第6条的内容。这些登记条件不仅要求较高,而且

[37] 参见孙宝玲:《美国证券吹哨人制度改革展望与镜鉴》,载《证券市场导报》2021年第11期。

[38] 2022年11月,证监会公布《证券期货违法违规行为举报工作规定(征求意见稿)》,其中对内部知情人员举报最高奖励金额提高到120万元。

[39] 《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》(2020年修订)第7条规定:“举报有下列情形之一的,举报中心不予登记,可予以存档处理:(一)不符合本规定第六条规定的;(二)举报事项已依法处理,举报人在无新证据或者新线索的情况下就同一事实或者理由重复举报的;(三)违法行为已经超过行政处罚时效的;(四)法律法规规定的其他情形。”

还存在一定的主观判断性,不同主体的认识可能存在偏差,而现有举报登记也并无相应救济机制。因此,在衍生品违法交易行为举报制度中可以明确不予登记的决定形式以及举报人对不予登记决定的救济渠道。

2. 完善利用自身信息交易的内幕交易豁免规则

我国相关法律目前并未构建利用自身信息交易的内幕交易豁免机制。而根据前文所述的期现跨市场交易衔接机制,证券现货市场的交易信息、资金信息可能也会成为个股期权市场的内幕信息,由此带来的现实问题即同一交易主体利用自身在证券现货市场的交易信息、资金信息在个股期权市场进行非套期保值交易是否应当认定为内幕交易。应当明确除非该交易信息在市场中满足重大性要求,交易主体对于其自身交易信息、交易策略等信息的利用应当具有相应的豁免权,因为这种信息优势在获得时并非通过非法手段或附带特殊的义务,其自身利用不涉及侵害他人财产、获得不当利益。且如果将利用自身信息交易行为也认定为内幕交易,一方面将严格限制不同市场间的跨市场交易,但这并不符合构建多层次市场的初衷;另一方面将对相关交易主体的交易权利进行不合理的限制。当然,如果交易主体故意利用其在现货、期货市场上的巨大影响力,且已影响相关标的的正常供求关系,则该行为可能构成信息型市场操纵。^[40] 根据上述分析,笔者认为可以在“期权规章”中构建利用自身信息交易的内幕交易豁免规则,具体要件可以包括交易以利用本人信息为限、行为人的主观善意标准、行为的合理标准等。^[41]

3. 建立特定主体交易禁止规则

通过场外个股期权进行跨市场交易的优势之一在于场外衍生品的信息披露相对不透明,虽然《管理办法》第28条规定:“证券公司应当建立交易对手管理台账,对交易对手进行穿透核查。产品参与的,应当核实产品管理人是否真实承担管理人职责,并对产品最终投资者的投资者适当性进行穿透核查;法人参与的,应当对机构主体及股东信息进行核查。”但相关规定对如何在个股期权等衍生品交易中进行穿透式监管并

[40] 参见卢勤忠、黄敏:《期货市场中“抢先交易”行为的刑法规制》,载《政治与法律》2017年第9期。

[41] 同前注[27]。

没有进一步细化,而实践中也可以看到,如果证券从业人员借用其他具有利益分享关系的亲密主体的资金账户购买私募基金产品,再以私募基金产品形式参与场外个股期权交易,实际较难被发现。即使被发现,目前的制度中并不存在特定主体交易禁止规则和惩罚措施。《证券法》第40条、《期货和衍生品法》第53条分别对特定主体交易禁止进行了规定,但其交易的标的也是着眼于单个市场的,即证券、具有股权性质的证券(如可转债)、期货等,均没有涉及个股期权等衍生品交易,即目前法律法规对于证券从业人员能否直接或者间接参与个股期权等衍生品交易并没有明确规定,这对于防范期现跨市场内幕交易较为不利。因此,有必要在“期权规章”中明确规定禁止证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构等特定从业人员直接或者以化名、借他人名义等间接形式参与个股期权交易,如果相关特定主体违反规定,则应当承担相应的法律责任。

4. 构建期现跨市场内幕交易民事赔偿规则

《证券法》第53条第3款规定了内幕交易行为给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任,《期货和衍生品法》第126条第3款也有类似的规定。但目前有关内幕交易民事赔偿的规定仍然较为原则,并不具有操作性,同时结合前文所述,《证券法》《期货法》中有关内幕交易行为的规定更多处于相对隔离的状态,即目前《证券法》《期货和衍生品法》中有关内幕交易民事赔偿的规定更多是针对单个市场上出现的内幕交易。例如,《证券法》中的内幕交易行为是利用现货市场内幕信息所从事的相关证券交易行为,而现货和个股期权间的跨市场内幕交易行为难以纳入其民事赔偿的调整范围内,因此,有必要根据个股期权和现货之间的直接关联性简化跨市场内幕交易行为因果关系认定,在“期权规章”等相关法律法规中明确相关主体对于现货和个股期权跨市场内幕交易行为应当依法承担民事赔偿责任。同时,由于该种内幕交易行为的跨市场价格联动特征,在利用期权市场内幕信息从事现货交易的情形下,其不仅可能对实际交易的现货市场的投资者造成损失,也有可能对信息来源的期权市场的交易者造成损失,因此,一个跨市场内幕交易行为对该两种市场主体所造成的损失都应当进行赔偿。在计算投资者或者交易者具体损失数额时,投资者或交易者出于套期保值的目的,在现货市

场和个股期权市场可能会进行数量大致相当的反向交易,如果在同一市场进行反向交易,实践中应当进行冲抵计算,^[42]而由于现货与个股期权之间的高度联动性,在计算现货、个股期权跨市场内幕交易损失数额时,也应当进行类似的冲抵计算。

五、结语

《期货和衍生品法》生效施行以来,现货市场和期货、衍生品市场之间的跨市场交易更加频繁和复杂。而我国目前《证券法》和《期货和衍生品法》在规制内幕交易行为时都着眼于单一市场,且各方面都体现出较大的差异性,相关制度间也缺乏必要的衔接机制。由此,在场外个股期权视野下,部分期现跨市场交易行为可能面临内幕交易行为规制的困境。为了合理对期现跨市场内幕交易行为进行规制,有必要通过进一步明晰期货市场内幕信息种类和内幕交易主体范围、进一步准确认定利用其他未公开信息交易违法行为性质的方式,在现货市场和期货、衍生品市场间构建期现跨市场交易衔接机制,防止出现跨市场内幕交易的监管真空。同时,有必要从建立衍生品违法交易行为举报制度、完善利用自身信息交易的内幕交易豁免规则、建立特定主体交易禁止规则、构建期现跨市场内幕交易民事赔偿规则等方面来完善配套机制,以实现对期现跨市场内幕交易行为合理规制的目的。

(编辑:朱锡俊)

[42] 参见上海市第二中级人民法院课题组:《证券市场内幕交易民事赔偿责任问题研究——以光大乌龙指引发的内幕交易案为视角》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第18卷),法律出版社2016年版,第717页。