

金融衍生品内幕 交易问题研究

刘成墉 著

新时代法学学术文库——梁慧星主编

非外借



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

北京理工大学珠海学院校级科研项目（项目编号XK-2018-19）成果

新时代法学学术文库

| 梁慧星 主编 |

金融衍生品内幕 交易问题研究

刘成墉 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

金融衍生品内幕交易问题研究 / 刘成墉著. -- 北京 :
法律出版社, 2018
(新时代法学学术文库)
ISBN 978 - 7 - 5197 - 2252 - 4

I. ①金… II. ①刘… III. ①金融衍生产品—金融交
易—金融法—研究—中国 IV. ①D922.282.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 098242 号

新时代法学
学术文库

金融衍生品内幕交易问题研究
JINRONG YANSHENGPIN NEIMU
JIAOYI WENTI YANJIU

刘成墉 著

策划编辑 李峰沄
责任编辑 李峰沄
装帧设计 李 瞻

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京虎彩文化传播有限公司
责任校对 马 丽
责任印制 张建伟

编辑统筹 法研工作室
开本 A5
印张 9.25
字数 225 千
版本 2018 年 7 月第 1 版
印次 2018 年 7 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-2252-4

定价:58.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

新时代法学学术文库编辑委员会

编辑委员会主任:

梁慧星 中国社会科学院学部委员、北京理工大学珠海学院民商法律学院名誉院长

编辑委员会成员: (以姓氏笔画排序)

王建宇 北京理工大学珠海学院民商法律学院院长

尹 田 北京理工大学珠海学院民商法律学院特聘教授、原北京大学法学院教授、博士生导师、民法研究中心主任

石 淼 北京理工大学珠海学院民商法律学院兼职教授、珠海市香洲区人民法院一级法官

田 丰 北京理工大学珠海学院民商法律学院兼职教授、珠海华发集团有限公司法务部总经理

叶晓明 北京理工大学珠海学院民商法律学院特聘教授

李 薇 北京理工大学珠海学院民商法律学院特聘教授、原中国社会科学院日本研究所所长

张 谷 北京理工大学珠海学院民商法律学院兼职教授、浙江大学光华法学院教授、博士研究生导师

张民安 中山大学法学院教授、博士生导师

周大伟 北京理工大学客座教授、中国社会科学院法学所特聘研究员

郭晓文 深圳国际仲裁院理事、专家委员会主任

唐晓晴 澳门大学法学院院长

渠 涛 北京理工大学珠海学院民商法律学院特聘教授、原中国社会科学院法学研究所研究员

詹 秦 北京理工大学珠海学院民商法律学院兼职教授、广东莱特律师事务所律师合伙人

序

对证券内幕交易的规制,我国多年来无论是立法层面还是执法层面均采取严惩之立场。同时,对证券内幕交易的理论研究方面也获得许多重大成果。然而,随着金融市场之创新发展,出现一些运用隐蔽性手段实施的金融衍生品内幕交易行为,且已经造成诸多法律争议。这一方面挑战我国证券监管机构对传统证券内幕交易的认知,另一方面也挑战我国相关法制建设应该如何紧跟金融创新发展的脚步。本书作者在《金融衍生品内幕交易问题研究》一书中,跳脱以往对证券市场内幕交易行为之讨论,尝试针对我国金融衍生品内幕交易之法理基础进行逻辑化分析,并对怎样完善相关法制建设提出具体化建议,值得一读。

一、关于禁止金融衍生品内幕交易之法理分析

本书作者在前人研究基础上,对金融衍生品内幕交易进行了逻辑化分析,增进了理论之深度,提出了一些独到见解,展现出一定的创新性:

(一)金融衍生品市场非从属于资本市场而具备自身特殊性

金融衍生品市场(包括期货市场)是现代金融市场的重要组成部分

分,在经济全球化及经济金融化中发挥巨大作用。金融衍生品市场作为金融市场的成分,其与资本市场间有着密切的关系,一个完整、有效运行的资本市场,必然无法脱离一个与之相对应的衍生品市场。但金融衍生品市场与资本市场不是从属关系,而是一种特殊的并列关系,否则在理论上将引起误会,在实践上将有害于差异化监管,甚至可能导致忽视金融衍生品市场之建设。

那么,金融衍生品市场具有哪些特殊性呢?本书作者提出了相较于资本(证券)市场的不同之处:

一是市场的产品属性不同:资本市场交易的证券产品包括股票、公司债券、长期政府债券和银行长期贷款等,属于现货领域;而金融衍生品市场交易的是从现货产品衍生出来的金融合同,属于非现货领域。

二是市场的基本功能不同:资本市场的主要功能在于投资与筹资功能,为实体经济的发展提供所需要的资金;而金融衍生品市场发挥的则是为市场参与者提供套期保值的风险管理与风险转移功能以及对基础资产的价格发现功能。

三是市场与风险的关系不同:资本市场交易,使得资产泡沫的形成与膨胀成为可能,并创造或加剧系统风险,且一旦泡沫破灭将造成金融危机;而金融衍生品的交易特征为合同双方零和博弈,合同双方的盈亏完全负相关,并且净损益为零,所继承与转移的风险来自现货市场,原则上不创造且不消灭风险,维持着市场总风险的平衡。

四是市场价格变动之影响因素不同:资本市场交易的产品以上市公司所发行股票为主,其价格主要受到公司表现所影响,且公司管理阶层相较于公众有绝对优势,可事先理解并预测市场的价格,甚至人为影响价格;金融衍生品市场的产品是各种基础产品(如股票、货币、利率或市场指数)之衍生品,其价格变动不会受到任何单一公司表现的影响,但会受各种现货市场非人为因素之影响,如政治、经济、军事等宏观或

区域性突发事件,因此一般的市场参与者很难预测商品价格走势。

五是市场之交易损失不同:资本市场的现货交易,最大损失为全部投资成本之总数;而金融衍生品交易采取保证金制度,其收益与风险具高杠杆性,最大损失可能比投资成本高得多。

据此,本书作者认为,金融衍生品市场是现代金融市场的一部分,基于其本身的特殊性,在各层面有别于证券资本市场。在此思维之下,金融衍生品市场的法律制度设计有别于资本市场,其内幕交易的法律规制也应与证券市场具备差异化之安排,才是合乎理性之路径安排。

(二)金融衍生品内幕交易无法援用证券内幕交易之基础理论

本书指出,禁止内幕交易理论初始起源于证券市场。内幕交易主要是公司内部人运用内幕信息从事的交易,因此相关理论均以“发行人”(上市公司)为讨论中心;然而,金融衍生品市场在建构之初就未以上市公司为其制度核心,相关制度架构与证券市场具有重大差异。若把证券内幕交易以发行人(上市公司)为核心的理论基础,直接援用于金融衍生品内幕交易行为,将发生适用上之困境。

一是在金融衍生品市场中援用“平等理论”时,因影响金融衍生品市场价格之信息多属于宏观信息,并非某个特定公司之内部信息,信息持有人之信息不对称情形可透过正常研究管道加以克服,与证券市场显然不同;若一律要求信息持有人公开自己研究之信息内容,让其他市场参与者不劳而获地享有高价值资讯,反倒会形成不平等。

二是在金融衍生品市场中援用“信义义务理论”时,因无发行公司而难以界定出金融衍生品市场参与者中何者是内部人。例如期货市场中,“期货交易所”貌似可以被视为期货交易合同的“发行人”,因为期货交易所设定期货交易合同的条款并提供交易所需的设施与平台,故与期货交易所具有信义义务者为期货交易所内部人(董事会成员及交易

所行政管理人员),将被类比于公司内部人。但考察金融衍生品内幕交易,我们发现仅极少数之交易行为人才有机会符合此一定义,遂无法限制其他绝大多数市场参与者之内幕交易行为。更进一步,即便已经被界定为交易所内部人,在信义义务理论的基础下,交易所内部人取得并使用交易所内幕信息才是禁止范围。但若其所取得为非交易所信息而是其他市场参与者的市场信息,在上述理论推导下,因该类信息与交易所本身无关,将不构成内幕信息,但事实上这类信息却更可能被交易所内部人拿来作为交易使用并因此获利。故援用证券市场内幕交易之信义义务理论,仍难以禁止所有的金融衍生品内幕交易行为。

三是在金融衍生品市场中援用私取理论时,该理论是指因私自取用信息从事交易将造成对于信息来源公司之经济损失,从而成为应当禁止的内幕交易。但在金融衍生品市场中,难以指出交易行为对于信息来源公司有何侵害。例如私自取得“公司内部信息”从事金融衍生品内幕交易的情形,因为行为人的金融衍生品交易行为不会影响消息来源的公司股票价格,故难以指出消息来源公司会受到什么侵害,遂无法构成私取理论“对于消息来源造成伤害”之成立要件。又如私自取用“非企业的信息”从事金融衍生品交易之情形,其私自取得之信息与企业无关。当信息被使用于交易时,将更难以认定其行为对于何人造成伤害,遂更难构成私取理论之成立要件。因此,私取理论运用在金融衍生品内幕交易时,将发生问题。

(三)金融衍生品内幕交易应有其独特性之理论基础

本书作者提出,只有贯彻“三公原则”的交易,才能实现金融衍生品市场的基本功能,故主张金融衍生品内幕交易法制的归责基础与规范目的,也必须与前述原则相搭配,其中又与“公平原则”具有最重要牵连。从传统多数见解来看,内幕交易的本质在于行为人利用不公平的

信息优势损害了不知信息的第三者,从而破坏金融市场的健全与投资者的信心。这种观点实际上将市场的信息视为一种类似“公共财”的概念,要求市场的信息应该向所有潜在参与者全部公开,却忽略信息的创造与取得通常要耗费相当的资源成本。若法律要求有价值的信息持有者必须对公众无条件公开,使其无法利用自己创造的信息而获利,则没有人愿意投入资源以创造或发现新信息,这将使得社会全体皆蒙受其害。当然,本书作者也注意到,以公平性为理论基础的见解,比较近似一种源自于伦理上的“主观”意识,而非属于“客观”的衡量标准。因此,这一观点并未能得到一致性支持,殊为可惜。

据此,本书作者探讨了怎样赋予对金融衍生品交易的内幕信息之客观衡量标准,即基于内幕信息对于市场价格的影响力。此等信息具备近似于财产权的特性,因此可以正当使用内幕信息的权源作为判断基础。“无权取用信息财产权益”的内幕交易行为,才具备归责基础。从另一方面来说,对于内幕信息有正当利用权源的交易,可被认定为一种“公平”(合法)的内幕交易;反之,对于内幕信息没有正当利用权源的交易行为,才属于“不公平”(非法)的内幕交易。这是因为:

一是内幕信息具有无体产权的高度价值。金融衍生品市场属于一个高度财务技术化的市场中,信息本身影响市场价格判断,而对于价格判断的精准度直接影响市场参与者的风险管理及盈损。因此,这样的信息已经可以等同于金钱,在本质上更接近营业秘密(trade secrets),或是投资建议(investment advices)。

二是内幕信息产权的归属与移转。由于金融衍生品市场的信息是一种财产权的客体,该信息财产权的原始归属,应该交由花费劳力、时间及费用而创造、生产信息者,这才符合目前法规范所承认的财产权归属法则。在制度上应该与其他财产权一样,金融衍生品市场信息的利害关系人,可以自主移转该信息所蕴含的财产权益,如使用合同。

三是内幕交易可能属于侵夺信息财产权的行为。本书认为若内幕交易行为具有侵害社会财产分配原则的问题时,才具备禁止的理由,故以有无正当权源区分“合法”与“非法”内幕交易。“合法的”内幕交易,指内幕信息的原始合法权益人在自愿性安排下,将内幕信息权益移转他人,该他人利用内幕信息从事交易时,因其利用信息的行为具有正当权源,理应受到现行财产法律的保护;“非法的”内幕交易,指未经内幕信息的合法权益人自愿性移转,他人擅自取用内幕信息的高价值权益,该他人利用内幕信息从事交易的行为欠缺正当权源,犹如窃盗、侵占、窃占的内幕交易行为才应予以禁止。

二、关于金融衍生品内幕交易法制建设之完善

本书的亮点不仅在于对金融衍生品内幕交易进行了深入的理论分析,更在于其为立法者提供了相关法制建设的具体化建议,十分有益:

(一)采取“信息关联性”模式

本书基于内幕交易归责基础在于无权取用内幕信息权益,且不同市场的内幕信息内涵应该有所差异,据此推导内幕交易法制建设的路径,在金融衍生品与证券市场中也有不同。证券内幕信息范畴以“特定上市公司信息”为范畴,证券内幕交易法制应该处理“无权取用特定上市公司信息”所为的交易;金融衍生品市场价格变动因素,以“市场宏观信息”及“交易信息”为原则,“特定上市公司信息”为例外,金融衍生品内幕交易法制处理无权取用上述信息所为的交易。

(二)我国金融衍生品内幕交易的构成

1. 规范目的:本书主张金融衍生品内幕交易的规范目的,在于落实公平原则、合理分配内幕信息权益的归属。

2. 规范行为:本书主张任何人无正当权源利用内幕信息从事金融衍生品交易,就构成违法的金融衍生品内幕交易。对于内幕交易行为的描述如下:在内幕信息公开前,任何无权利用内幕信息从事金融衍生品交易的,或者向他人泄露内幕信息,使他人利用内幕信息进行金融衍生品交易的,都构成违法的金融衍生品内幕交易。

3. 规范主体:本书主张内幕交易规范以“内幕信息”为核心,在构成要件上采用“信息关联性”模式。内幕交易责任的构成是基于财产权的侵害,而内幕信息财产权可能被任何人所侵害,因此不需要设置“内部人”的要件,“任何人”都可以是金融衍生品内幕交易的行为主体,不以内部人为限。

4. 内幕信息:金融衍生品市场的内幕信息,乃对金融衍生品市场价格产生重大影响的未公开信息。其范围包含但不限于:(1)政府各部门、交易所或其他机构所为的,可能重大影响金融衍生品市场交易价格的政策、行政措施或经济数据指标;(2)市场参与者的交易信息(包含市场参与者的信用信息);(3)与证券衍生品市场价格波动具有高度关联的特定公司信息。

三、如何恰当处置跨市场内幕交易

针对目前已经发生的跨市场内幕交易,本书以可行之操作对策为中心,提出了合理的处置方式,是为现行法制缺漏之弥补。

(一)跨市场内幕交易之界定

跨市场内幕交易,指在境内不同金融市场间,透过跨市场交易模式达到内幕交易之目的;一般是在不同市场,运用同一证券、相关联的证券品种或金融衍生品(如其期货、期权)进行交易,借此达到套利或避险的目的。本书指出,在各种金融衍生品内幕交易情形中,以股票为基础

的衍生品,其合同的市场价格与现货市场价格具有高度关联,发生内幕交易的机会更大。与一般期货内幕交易行为不同,尤其是各国常见的单只股票期货(或称个股期货)或以个股为基础连接目标的衍生品,应妥善处理。仅依我国目前现有《证券法》及《期货交易管理条例》的相关规定,未必能区别情形有效、恰当处理跨市场的证券衍生品内幕交易。一般情况下,证券与期货市场较为独立,在《证券法》及《期货交易管理条例》中也各自规定了内幕交易行为。但是随着金融市场的快速发展,机构投资者同时运用不同金融产品属于常见的情形。从事跨市场交易行为更是可以发挥信息优势,加大投资人获利或避险效果,但也为内幕交易提供了便利的条件。因此,跨市场内幕交易问题,必须加以重视。

(二)处理跨市场内幕交易之对策

本书认为跨市场内幕交易的解决路径如下:

1. 从事基础资产为“一篮子证券”的证券衍生品,例如股票指数期货(权),影响此类衍生品合同市场价格的因素,以“市场宏观信息”及“交易信息”为原则,与一般的“采取对冲风险机制的衍生品合同”相同,故适用一般金融衍生品内幕交易法制(或现行期货内幕交易规范)即可。

2. 从事基础资产为“单一证券”或“少数证券指数”的证券衍生品,例如单只股票期货(权)、窄基股指期货(权)和股票收益互换,影响此类衍生品合同市场价格的因素,主要为“特定上市公司信息”。因此内幕交易要件的设置路径,必须与证券市场内幕交易法制保持一致,以避免法规差异而形成套利空间。本书建议采取“准用”证券内幕交易规定的立法手段,二者在构成要件以及各项责任皆一致,有利于沿用证券内幕交易所累积适用的意见及实务经验,且可避免法令适用的复杂化以及潜在的竞合适用问题。

本书作者刘成墉博士多年来一直专注、持续对内幕交易领域进行深入研究,且颇有心得体会。2013年进入清华大学法学院攻读博士期间,义无反顾地选择了金融衍生品市场内幕交易法律规制作为其博士论文研究对象,其选题难度之大非为对金融领域及资本市场毫无了解或者无民商法学较为坚实基础者敢于挑战的。然刘成墉博士经过三年的深入研究,经历无数难眠之夜,翻越若干理论与实践之难点,终于将本书呈现给读者,交由读者评判。作为刘成墉博士的指导老师,我是与之多次讨论并欣喜阅读这本书的第一人。我相信,这本书所讨论的问题与提出的观点非常具有可读性。所以在本书付梓之际,特以此文予以推荐。

是为序。

清华大学法学院教授 清华大学商法研究中心主任

朱慈蕴

2018年5月12日于明理楼

目 录

第一章 导论	001
第一节 选题说明	001
一、选题背景	001
二、选题意义	003
第二节 现有研究	004
一、境外文献	004
二、境内文献	005
第三节 研究思路与结构安排	008
一、研究思路	008
二、研究架构	009
第二章 金融衍生品市场与内幕交易	010
第一节 金融衍生品市场概述	010
一、衍生产品的合同属性	010
二、金融衍生品的内涵	013
三、国际金融衍生品市场蓬勃发展	017
第二节 我国金融衍生品市场仍在初期发展 阶段	018
一、场内金融衍生品市场的品种太少	021
二、场外金融衍生品市场的规模仍小	024

三、规制金融衍生品市场的法制现状	035
第三节 金融衍生品市场内幕交易的多样化途径	038
一、金融衍生品内幕交易	038
二、跨市场内幕交易	041
第四节 本章小结	047
一、金融衍生品市场发展迟缓,与我国实体经济地位无法 匹配	047
二、金融衍生品市场的法制建设不足	048
三、金融衍生品内幕交易无论是在场内或场外市场 都有既存案例	048
四、提出问题	048
第三章 我国金融衍生品内幕交易法制的问题与解决	050
第一节 “光大乌龙指”案凸显我国现行法制的难题	050
一、我国金融市场立法与内幕交易规范	051
二、“光大乌龙指”案的事实与证监会的认定	055
三、“光大乌龙指”案的法院判决	059
四、争议反映法制的不完善	064
第二节 境外金融衍生品内幕交易法制的观察	069
一、统合模式:欧盟《反市场滥用指令》	069
二、统合模式:日本《金融商品交易法》	077
三、分立模式:美国法制	083
四、分立模式:我国台湾地区相关规定	105
五、境外法制的借鉴	112
第三节 建构我国金融衍生品内幕交易法制的思路	117
一、现行部门法调整范畴的问题	118

二、证券衍生品受双重管辖造成的问题	120
三、按市场特征划分证券法与期货法	122
四、内幕交易法制度也应有差异化的安排	129
第四节 本章小结	130
 第四章 金融衍生品内幕交易归责基础的探寻	133
第一节 不宜直接适用传统证券内幕交易理论	134
一、禁止证券内幕交易的背景分析	134
二、援用传统证券内幕交易归责理论的困境	140
三、金融衍生品内幕交易的归责应有其独特性	147
第二节 无权取用内幕信息权益才是归责基础	153
一、内幕交易未必影响市场健全与投资者信心	154
二、不宜从主观视角探讨内幕交易造成的不公平	164
三、“客观的公平”建构归责基础:无权取用信息财产 权益	167
第三节 归责基础对内幕交易法制建设的指引	172
一、规范目的:合理分配信息权益以求公平	173
二、规范途径:掌握信息内涵建构内幕交易法制	177
第四节 本章小结	185
 第五章 我国金融衍生品内幕交易的构成与分析	187
第一节 以内幕信息为建构的核心主轴	187
一、明辨未来《期货法》调整范畴为前提	187
二、采取“信息关联性”模式界定内幕交易法制	189
第二节 我国金融衍生品内幕交易的构成与豁免	191
一、规范目的:公平合理的分配信息权益	191

二、规范行为:内幕交易	193
三、规范主体:任何人皆是行为主体	194
四、内幕信息:影响市场价格评估的未公开信息	197
五、证券衍生品的跨市场内幕交易	200
六、责任的豁免与避免滥用	205
七、本书主张的落实困难与解释功用	214
第三节 对《期货交易管理条例》的评析	218
一、我国现有制度以内部人为规范核心	218
二、现行法的规制路径	221
三、界定内幕信息的路径正确	222
四、主体的界定初步落实信息财产权益的观点	224
五、欠缺内幕交易责任的豁免规定	230
第四节 跨市场内幕交易(“光大乌龙指”)案件的分析	231
一、“光大乌龙指”案的事实精炼	232
二、卖出 ETF 份额不成立证券内幕交易	233
三、卖空股指期货不成立期货内幕交易	239
第五节 本章小结	246
第六章 结论	249
第一节 本书的主要观点	249
第二节 本书的创新点	252
参考文献	254
后记	277