

485

D922.287.4

358

公司金融市场与法律丛书

证券市场不当行为的 法律实证

郑顺炎 著



A0950783

中国政法大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场不当行为的法律实证/郑顺炎著. —北京:
中国政法大学出版社, 2000. 4
ISBN 7-5620-1980-0

I. 证… II. 郑… III. 证券交易-犯罪-研究-中国
IV. D924. 33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 20150 号

策划编辑 丁小宣
执行编辑 朱 云
出版发行 中国政法大学出版社
经 销 全国各地新华书店
承 印 军事科学院印刷厂

开本: 850×1168 1/32 8.875 印张 226 千字
2000 年 4 月第 1 版 2000 年 4 月第 1 次印刷
ISBN 7-5620-1980-0/D · 1940
印数: 0001—4000 册 定价: 15.00 元

社址: 北京市海淀区西土城路 25 号
邮编: 100088 电话: 62229803 或 62228801
声明: 1. 版权所有, 侵权必究。

2. 如有缺页、倒装, 由本社发行科负责退换。

上 编

我国证券内幕交易
规制的本土化研究

引 言

本土化的主张始见于 20 世纪三四十年代。沉寂一段时间后，本土化运动于 80 年代重新恢复。90 年代以来，我国法律的本土化问题格外引人注目，学者们纷纷对其进行了颇富成效的探讨。^{〔1〕}

所谓法律的本土化，是指把具有世界性或者国际性价值取向的法律理念、法律规则、法律组织、法律运行方式以及法律技术等加以中国化的过程。^{〔2〕}本土化的本义就是关注自身的经验，它意味着法律制度的移植既是本土资源化的过程，也是利用本土资源的过程。所以讨论本土化问题，应当紧扣中国的历史与现实。^{〔3〕}倘若只把制度搬来，而中国的社会经济、文化结构原封不动，那么，法律制度与其适用环境就会成为粘不到一起去的两张皮，不可能发挥多大的作用，有时甚至会起反作用。因此，我们在理解、吸收和借鉴国外成功的法律制度时，一方面应当获得该法律制度所依赖的本国社会经济环境、心理文化环境、制度环境中的有效资源的支持，并将国际上优秀的法律制度转化为本土的精神和规则；另一方面必须化解、变革本土资源中与之相对立的阻碍因素，建构与之相适应的新的本土资源环境。这样，法律本土化的最终结果，将是中国整

〔1〕 梁治平：“规范化与本土化——当代中国社会科学发展的双重挑战”，载《中国书评选集 1994 年至 1996 年》，辽宁大学出版社 1998 年版。

〔2〕 谢晖：《价值重建与规范选择——中国法制现代化沉思》，山东人民出版社 1998 年版，第 137～138 页。

〔3〕 同注 1。

个法律制度的现代化。^{〔1〕}

本书将上述理论生发开来，立足于中国实际，着重探讨移植到中国证券市场中的一项具体细微的法律制度——禁止内幕交易制度。理性分析该制度在我国实际运行中所面临的本土资源环境，极力寻求和发扬其中的支持因素，克服阻碍因素，以资完善我国的证券市场法治。

〔1〕 谢晖：《价值重建与规范选择——中国法制现代化沉思》，山东人民出版社 1998 年版，第 137～138 页。

第一章 导 论

第一节 从纽约证券交易所的雕塑说起

美国著名经济学家和社会学家泰德·克罗福德惊奇地发现，^{〔1〕}已经有近一个世纪历史的纽约股票交易所，^{〔2〕}其建筑表面雕刻的图案中心竟然是带翼的赫尔墨斯——西方传说中的商业之神和盗窃之神。但是，股票交易所的人却予以否定，称雕刻形象根本不是赫尔墨斯，而是正直之神因特哥瑞提。泰德指出，赫尔墨斯是盗窃之神，把他的头盔标志放在一个女人的头上，然后把她称为因特哥瑞提，实在耐人寻味。的确，我们不得不赞叹艺术大师的洞察力，他对股票市场希望和危机并存的特性有深刻理解，并用艺术的形式将其美妙地表达出来。

股票市场充满风险和机会，是“运气和成功的摇篮”。^{〔3〕}作为现代人类从事经济活动的重要场所，它就像金钱一样，本质上并无善恶之分。被正直的心灵所掌握时，它是弘扬高尚精神的福地；被邪恶的灵魂所占据时，它自然变成了丑陋表演的舞台。人们可以在

〔1〕〔美〕泰德·克罗福德著，段敏等译：《金钱传》，珠海出版社1997年版，第281～287页。

〔2〕建于1903年，由当时美国著名的雕刻家约翰·昆茨·亚当斯·沃德主持设计主体雕塑。

〔3〕1999年4月朱镕基总理参观美国纽约纳斯达克交易所语。

股票市场投资和筹措资金,以实现自己开创新事业的梦想,甚至实践自己“匡世济贫”的伟大抱负。但是,我们不能忽视纽约证券交易所的雕塑所揭示的现实,那就是窃贼们经常戴着正直诚信的面具,利用股票市场来赚取诚实人们的金钱。历史证明,形形色色的证券欺诈始终是五彩缤纷的证券市场的共生物。从证券市场诞生的第一天起,股市在繁荣中就时刻蕴藏着危机,它很容易因为一个小小的事件毁于一旦。而内幕交易、操纵市场等市场不当行为则对股市危机起着推波助澜的作用。一方面它们助长了投机,侵蚀投资者的利益;另一方面也削弱了股票的价值基础,使之一触即溃。公元18世纪在法国制造密西西比泡沫的主角约翰·劳,“只用简单的代数规则,就把法兰西变得一贫如洗”。^{〔1〕}英国发生“南海泡沫”事件后,英国政府虽然采取一系列的措施试图消除南海泡沫事件对英国政治经济的不良影响,但是,英国人心头的那道沉重创痕却难以抚慰,人们谈“股”色变,视之为洪水猛兽。从1720年到1825年长达一个多世纪的时间里,股票买卖几乎在英伦群岛销声匿迹,证券市场遭到重创。一枚无尽酸涩的南海苦果,足足令英国人回味了整整一个世纪,这就是股市风暴的不可期然的魔力。^{〔2〕}1929年美国股市的崩溃拉开了美国历史上长达4年的经济萧条的序幕,对美国民众的影响也一直持续到四五十年代。直到50年代,美国投资者仍然谈股色变。股市经过近1/4世纪的漫长道路,才首次达到1929年的水平。^{〔3〕}股灾是多方面原因共同作用的结果,缺乏证券立法和一个有力的监管机构来防止证券市场的投机风潮和内幕交易等不正当交易行为,也是其未得以避免的原因之一。

1987年10月19日,因纽约股市“黑色星期一”引发的全世界

〔1〕 吕国盛编著:《金融陷阱与骗局》,中国金融出版社1998年版。

〔2〕 吕国盛编著:《金融陷阱与骗局》,中国金融出版社1998年版。

〔3〕 以道·琼斯工业指数衡量,1954年指数才首次冲过1929年的高峰。

范围的股市狂泻，促使纽约证交所总裁 John J. Phelan 下决心委托一批知名专家学者，在 Roger B. Smith 指导下，进行了长达 5 个多月的调查研究，最后写出了《市场波动与投资者信心》这份痛定思痛的总结报告。调查表明，个人投资者对市场是否公平与诚实运行的关心甚于对市场波动本身的关心。内幕交易丑闻以及对证券业的广泛怀疑，几乎构成了他们对证券市场看法的基础。调查还显示，直接拥有股票和不直接拥有股票的投资者，对内幕交易的关心甚至超过了对上市企业破产的关心。^{〔1〕}专题小组认为，为争得理解和提高股票市场投资者的信心，需要加强两方面的工作：（1）即使交易欺诈行为确实存在，交易所的监管人员也应有能力发觉这些行为并对违法者进行惩处；（2）人们希望看到这样的事实，即欺诈是偶然的，绝大多数证券业的专业人员诚实和谨慎地履行他们对客户的责任。所以专题小组提出的关于完善美国证券市场的八条建议中就有“交易所和监管人员应努力提高其发现跨市场交易欺诈行为的能力。”^{〔2〕}

第二节 什么是内幕交易

综观整个证券投资的历史，无论是个人还是团体，都一直试图发现并利用其他广大投资者所不知道的消息，并以此谋利。这方面最为有名的古老例子是，1815 年，英国的内森·罗思柴尔德家族提前得到了拿破仑在滑铁卢被威灵顿打败的消息。据说，罗思柴尔德

〔1〕 在直接拥有股票的投资者中，有 39% 对幕后交易非常关心，只有 35% 对公司破产非常关心；在非直接拥有股票的投资者中，有 46% 对幕后交易非常关心，只有 28% 对公司破产非常关心。

〔2〕 群荔译：“市场波动与投资者信心”，载《证券市场导报》1995 年 8 月号。

家族在欧洲各地设有信息网和交通网。在威灵顿的正式快信到达伦敦唐宁街前大约 40 个小时, 罗思柴尔德就得知了这一消息。在这消息传开之前, 伦敦的市场极为低迷, 价格下降。罗思柴尔德利用自己掌握的这一消息, 购进政府债券。当拿破仑战败的消息广为人知的时候, 行情急剧上涨, 罗思柴尔德因此大捞了一把。^{〔1〕}自那时起, 就有许多人利用未被人们察觉的内幕信息获利, 但是, 从事这种行为而被人们发现的事例则少之又少。

禁止内幕交易的规则发轫于美国早在 1891 年美国就已出现有关证券内幕交易的衡平法案例。^{〔2〕}1909 年斯特朗诉里普特 (Strong v. Repide) 案就是美国早期一起著名的内幕交易诉讼案。^{〔3〕}斯特朗和里普特同为一家公司的股东, 里普特拥有该公司的大多数股票。当时里普特代表公司与当时的菲律宾政府谈判一宗房地产交易, 同时又通过中间商收购斯特朗的股票。由于斯特朗不知道这宗房地产交易谈判, 也不知道真正的收购者是里普特, 因此, 同意出售股票。当该公司与菲律宾政府最后达成协议, 签订房地产交易合同后, 公司股票价格上涨。里普特因此而获得大笔利润, 而斯特朗则遭受了相当大的经济损失。美国最高法院在判决中, 认为公司董事虽然没有义务公开公司的所有消息, 但是对于公司的重要交易, 如公司合并、财产转让等涉及影响公司股价的特殊情况, 则负有公开的义务, 如急于公开并买进或卖出公司股票, 对交易的对方负有赔偿损失的义务。依此判决所确立的“特殊情事”法理, 为后来的大部分判决所援用, 并成为制裁证券内幕交易的最早规范。1929

〔1〕〔英〕多米尼克·卡瑟利著, 朱泱等译:《挑战风险——金融机构如何生存和发展》商务印书馆 1997 年版, 第 105 页。

〔2〕Crowell v. Jackson, 53N. J. L. 656, 23A. 426, 427 (C. App. N. J. 1891)。刘丰名:《国际金融法》, 中国政法大学出版社 1996 年版, 第 209 页。

〔3〕Louis Loss and Joel Seligman, 《SECURITIES REGULATION》, 3rd Edition Little, Brown and Company 1991.

年资本主义世界的经济危机使股市崩溃，广大投资者的利益受到严重损害，以 1933 年《美国证券法》、1934 年《证券交易法》为开端，证券业进入了严格立法时代，对证券内幕交易的管理和监督也正式纳入了法制化轨道。自 80 年代以来，尽管西方经济重现自由化趋势，大多数国家也并没有放松对证券业的微观监管，相反，对内幕交易的处罚更为严格。

内幕交易^{〔1〕}是这样进行的：证券交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券交易内幕信息的人员，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尚未公开前，进行证券交易或者将该信息泄露给他人，或者根据该信息建议他人进行证券交易。内幕交易与贪污、诈骗等行为具有一些共同特征，但是，它又似贪非贪、似骗非骗，是一种独特的不正当行为。^{〔2〕}我们可以从内幕信息和内幕人员这两个核心要素来准确把握这种行为的含义和性质。

——内幕信息

内幕信息又称内部消息或者内幕消息。综观各国的证券立法，对内幕交易行为的认定以及内幕交易的法律 responsibility 承担，都与内幕信息密切相关。在内幕交易行为、内幕信息和内幕人员的相互关系中，内幕信息是核心因素，是认定内幕交易行为的关键所在。因此，要准确地剖析内幕交易行为就必须从揭示内幕信息入手。从大多数国家的证券法规来看，构成内幕信息有两个基本要素：

第一，内幕信息应当具有价格敏感性。所谓价格敏感性，是指某种信息，一旦在证券市场上公布后，便很可能对公司证券的市场价格产生重大影响。一般来说，只有重大信息才具有价格敏感性。1976 年美国最高法院在一个内幕交易案件中，率先确定了重大信

〔1〕 又称为内部人交易或者知情人交易。

〔2〕 白建军：《证券欺诈及对策》，中国法制出版社 1996 年版，第 4～10 页。

息的标准。关于这个标准,美国最高法院是这样解释的,“如果一个理智的投资者,在他作出投资决定时,可能认为这个被忽略的事实是重要的,那么它就是重要的。换句话说,这个被忽略的事实公开后,极有可能被理智的投资者看做是改变了自己所掌握的信息的性质,那么,这些事实也是重要的”。^{〔1〕}目前我国还没有向法院提起内幕交易的诉讼,而最高法院亦未对此作出司法解释。

第二,内幕信息应当是未公开的信息。所谓未公开信息,就是投资公众尚未获取或者经合法渠道无法获取的信息。具体地说,只要行为人在交易时所利用的信息,尚未在证券监督管理机构指定的传播媒体上公布,或者尚未通过监管机构认可的其他信息披露方式向社会公布,就可认定其利用的信息属于未公开信息。当然,内幕信息公布后,市场对此有个消化分析的过程,所以,内幕人员即使早在该信息公开前,就已完成了这个消化分析过程,也必须在内幕信息公开后的一定期限后才能进行证券交易。至于信息公开多长时间后内幕人员才可以进行交易的问题,情况比较复杂。美国的判例认为,自该项信息公布之时算起,到相当数量的股票分析师知道并消化分析此项信息时止,在这段时间内,虽然信息已经公布,内幕人员仍不得在市场上进行交易。我国台湾的惯例是经过 10 个营业日,内幕人员须等信息公布后第 11 个营业日才可以安全地买卖相关公司的股票。^{〔2〕}我国现行法规规定信息只要通过全国性的新闻媒介公开,内幕人员就可以进行交易。上海、深圳证券交易所的惯例是遇到上市公司有重大信息公布时,该上市公司股票在一段时间内暂停交易,以便公众知悉与消化。

我国 1998 年《证券法》第 69 条规定了内幕信息的范围。该条

〔1〕《美国最高法院判例集》卷 426,第 449 页;陆世友等编著:《证券市场和证券犯罪探论》,立信会计出版社 1995 年版,第 155 页。

〔2〕常铁威:“证券内幕交易立法比较研究”,载《中外法学》1995 年第 5 期。

文列举了 10 种可能影响证券市场价格的重大信息,大致包括公司内部经营信息、公司内部财务信息以及对公司的证券价格有重大影响的其他未公开信息(如政府市场管理决策和宏观经济政策)等三方面内容。这些信息都是对证券投资者进行投资交易有实质性影响的重要因素,一旦被不正当利用或者泄露,将对证券市场的正常运作产生极大的冲击,因而立法必须对其加以控制。

——内幕人员

内幕交易行为的确定首先必须从内幕人员开始。世界各国的法律都对内幕人员加以划分。例如,日本证券交易法中,根据行为人与发行人关系的密切程度,将内幕交易主体划分为公司内部人员、与公司有关系的准内部人员、公司以外接受第一手情报的人员。^{〔1〕}根据美国法院内幕交易案的判例,根据行为人与投资公众的关系,大体可以将内幕交易主体划分为内幕人员和临时内幕人员。不少国家的立法认为,^{〔2〕}内幕人员不是一个封闭的集合体,真正的内幕人员是拥有关于公司及其交易的内部信息的人。与之相对应的是那些只能从报纸、广播、电视等公开渠道获得信息的人。我国证券立法也一贯持这种观点。^{〔3〕}我国 1998 年 12 月颁布的《证券法》第 68 条列举了这些“演员名单”,他们至少可以分为三类:

(一) 公司内幕人员

公司内幕人员是指基于在公司的地位、职务或者工作关系而获得来源于公司的内部消息的人。包括公司董事、监事、经理、副经理等有关高级职员,公司大股东、控股公司的高级管理人员,以及公司秘书、财务人员、打字员等。公司的高级职员代表公司进行业

〔1〕《日本证券交易法》第 166 条、第 167 条。

〔2〕如美国、日本、欧洲的一些国家以及我国的台湾、香港地区。

〔3〕我国 1993 年发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》和 1998 年颁布的《证券法》的相关内容基本一致。

务活动,是公司的代理人,享有对公司事务的经营决策权和业务执行权,其职务和地位使得他们可以全方位了解和掌握大量的公司信息。公司大股东或者其控股公司的负责人作为出资者,按投入公司的资本额享有所有者的资产收益、重大决策、选择管理者的权利。股东大会可以按照少数服从多数的原则,决定公司的经营方针和投资计划,选举和更换董事、监事,审议、批准董事会和监事会报告等事项,这些事项如未经公开均属内幕信息。公司秘书、财务人员甚至打字员虽然在公司所任职务较低,但可以接触到公司有关重要信息。^{〔1〕}

(二) 政府管理内幕人员

政府管理内幕人员是指政府机构中由于其管理、监督地位而能够接触或获得证券交易内幕信息的人。包括证券监督管理机构、发行人主管部门和审批机关的工作人员、工商税务等有关经济管理机关的工作人员。这类人员是代表国家行使行政管理、监督职能而得知内幕信息的,他们对在执行公务过程中知悉的市场信息负有保密义务,不得利用职务之便牟取个人利益。^{〔2〕}

(三) 市场内幕人员

市场内幕人员是指与公司没有隶属关系,但由于其业务或职业而获取有关公司内部信息或有关市场供求变化信息的人。包括证券交易所、证券结算登记机构、证券公司、证券投资咨询公司、资产评估机构、证券信用评级机构、律师事务所、会计师事务所等证券投资服务机构的有关人员。这类人员是以其职业地位在与公司交往中得知内幕信息的,故他们与公司存在信用关系,同时行业道德和行政纪律也要求这些人不得利用职务之便牟取个人利益。^{〔3〕}

〔1〕我国《证券法》第68条第(1)项至第(4)项。

〔2〕我国《证券法》第68条第(5)项。

〔3〕我国《证券法》第68条第(6)项。

在通常情况下,内幕交易行为是由内幕人员实施的,但现实中也有不少非内幕人员通过某种途径获得内幕信息并根据该信息从事内幕交易行为。因此,构成内幕交易行为的实质在于是否利用内幕信息进行内幕交易,而不在于是否系内幕人员所为。内幕人员和内幕交易人员是两个不同的概念,二者有着本质的区别。内幕交易人员并不一定就是内幕人员,非内幕人员也能成为内幕交易主体;内幕人员也不等于就是内幕交易者,只有利用了内幕信息进行非法交易或泄露了该信息,才能成为内幕交易的主体。所以,我国立法在认定内幕人员时,采用了概括性的规定。^{〔1〕}

第三节 理论争议——为什么要禁止内幕交易行为

内幕交易行为究竟源于何时,至今无据可考。但直到20世纪初叶,对于内部人交易的法律规制,始终未被列为证券法律制度的应有内容。1909年,斯特朗诉里普特案在美国联邦最高法院的提起,方引起人们对内幕交易行为的关注。此后,在近一个世纪的漫长岁月中,人们在有关内幕交易法律规制领域进行了多方面的理论探索及立法实践。迄今为止,禁止内幕交易已经成为各国证券立法的一致态度,但是,对于禁止内幕交易的法律规定,经济学家和法学家们始终褒贬不一,^{〔2〕}其主要争论点在于禁止内幕交易是否必要。

——赞成派的观点

赞成禁止内幕交易的理由主要有:(1)内幕交易会损害证券市

〔1〕我国《证券法》第68条第(7)项“国务院证券监督机构规定的其他人员”。

〔2〕张乃根:《经济学分析法学》,上海三联书店1995年版,第203~207页。

场的有效性。证券市场的目的在于募集、融通资金,优化资源配置,同时反映、评价社会经济发展状况。信息的流通是实现这一目的的关键因素,而内幕交易行为人为了实现利用内幕信息获利的目的,必然会拖延该内幕信息的公开时间,从而使市场交易者由于信息不灵、不详而影响其商业决策的妥当性,并妨害证券市场价格的科学性。(2)内幕交易会损害市场信心。内幕人员占有信息资源优势,且该占有并非来自对已公开信息的技术分析与理性判断,而是基于内幕信息优势,以此与一般投资者交易,内幕人员必然具有更多的获利避损机会,而与其进行交易的投资者则难免受损。因此,内幕交易的存在必将大大增加证券市场的投资风险、提高投资成本,导致市场上的普通投资者对上市公司的诚信度及市场交易的公正性产生怀疑,并因此对进一步的投资行为持审慎态度,从而造成企业募集资金困难、市场交易萎缩,最终弱化、甚至于彻底破坏证券市场对社会经济发展的反映、评价能力,扰乱整个经济秩序。(3)内幕信息应该视为公司的经营财产。公司内幕人员只能依照合同获得报酬而不能将公司财产据为己有。内幕人员利用内幕信息谋取利益,其所得系不当得利。所以,在立法上全面禁止内幕交易行为是十分必要的。^{〔1〕}

——反对派的观点

持相反观点者认为,证券市场内幕交易行为的存在具有一定的合理性,不应该在立法上禁止内幕交易行为。其理由主要有:(1)在市场经济中,利用市场信息追求商业利润是每一个市场参加者的基本权利。同时,承受由于商业决策失误所造成的损失也是每一个

〔1〕 杨志华:《证券法律制度研究》,中国政法大学出版社1995年版,第290~295页;
〔美〕J. 弗雷德·威斯通等著,唐旭等译:《兼并、重组与公司控制》,经济科学出版社1998年版,第481~482页;王杨:“禁止内幕交易法律制度研究”,载《法学研究》1996年第1期。

市场参加者所必须面临的市场风险。任何依赖信息的市场均存在内幕交易，因而，对证券市场内幕交易大加指责，是对市场规律的不理解。(2) 内幕交易不损害任何人，至少对市场交易没有害处。因为无辜的买卖者与知情者达成交易，皆属自愿。既然价格由其自愿协议，因而没有理由抱怨内幕交易不公平。(3) 内幕交易导致了证券更有效的定价和证券市场更有效的运作。内幕人员是交易信息最有效率的提供者，因为他们获取信息的成本最低。内幕人员交易时，信息也传导至资本市场，使证券的定价更为有效和准确。(4) 内幕交易是补偿企业管理人员的有效途径。因为内幕交易回报直接又迅速，所以允许内幕交易给管理人员带来的额外补偿，比其他激励机制更加有效。(5) 禁止内幕交易花费巨大且收效甚微，实际操作较难。内幕交易复杂、隐蔽，对其监督、追查、取证都很困难。管理成本超过法律约束所带来的效益，得不偿失。而且，从各国的实践来看，内幕交易往往禁而不止。^{〔1〕}

——对内幕交易行为的经济法律评析

理论上争议归争议，公众和立法者总的来说都是反对内幕交易的。但是，证券市场好比是变幻莫测的万花筒，令人难以捉摸，所以，也很难说内幕交易对投资者有弊无利。应该说，对内幕交易的辩解对证券市场的发展也不失为一个有益的探索。因为内幕交易的影响和危害性到底如何，缺乏有力的证据，所以，我们对内幕交易的批评不应仅仅限于指责“这不对”，而是应当着眼于从法律和经济方面深入分析探讨禁止内幕交易行为的必要性。否则容易因武断和臆想造成错误的决策。这方面的极端例子是，^{〔2〕}美国 SEC 前执行官斯坦利·斯博金认为任何人不能根据任何未公开信息进行交易

〔1〕 王杨：“禁止内幕交易法律制度研究”，载《法学研究》1996年第1期。

〔2〕 〔美〕J. 弗雷德·威斯通等著，唐旭等译：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社1998年版，第481～482页。