



经济法文库

Economic Law Library

内幕交易规制论

Regulation of Insider Trading

◎ 井涛 著



280.4
3



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

内幕交易規制论

Regulation of Insider Trading

◎ 井涛 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

内幕交易规制论/井涛著. —北京:北京大学出版社, 2007. 9

(经济法文库)

ISBN 978 - 7 - 301 - 12605 - 9

I. 内… II. 井… III. 证券交易 - 金融法 - 研究 IV. D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 121882 号

书 名: 内幕交易规制论

著作责任者: 井 涛 著

责任编辑: 丁传斌 王业龙

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 12605 - 9/D · 1837

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

出版部 62754962

电子邮箱: law@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 三河市新世纪印务有限公司

经 销 者: 新华书店

730 毫米 × 980 毫米 16 开本 15.5 印张 295 千字

2007 年 9 月第 1 版 2007 年 9 月第 1 次印刷

定 价: 26.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010 - 62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

《经济法文库》总序

我国改革开放二十余年来的经济法制状况,可以用“突飞猛进”这几个字来形容。仅从经济立法来看,在完善宏观调控方面,制定了预算法、中国人民银行法、所得税法、价格法等法律,这些法律巩固了国家在财政、金融等方面的改革成果,为进一步转变政府管理经济的职能,保证国民经济健康运行提供了一定的法律依据。在确立市场规则、维护市场秩序方面,制定了反不正当竞争法、消费者权益保护法、城市房地产管理法等法律,这些法律体现了市场经济公平、公正、公开、效率的原则,有利于促进全国统一、开放的市场体系的形成。

然而应该看到,建立与社会主义市场经济相适应的法制体系还是一个全新的课题。我们还有许多东西不熟悉,不清楚,观念也跟不上。尤其是面对未来逐步建立起的完善的市场经济,我们的法制工作有不少方面明显滞后,执法、司法都还存在着许多亟待解决的问题。

二十余年的经济法研究呈现出百家争鸣、百花齐放的良好局面,各种学术观点和派别不断涌现。但总体来说,经济法基本理论的研究还相当薄弱,部门法的研究更是分散而不成系统。实践需要我们回答和解释众多的疑难困惑,需要我们投入精力进行艰苦的研究和知识理论的创新。

在政府不断介入经济生活的情况下,我们必须思考一些非常严肃的问题:政府介入的法理依据究竟是什么?介入的深度与广度有没有边界?政府要不要以及是否有能力“主导市场”?我们应如何运用法律制度驾驭市场经济?

在国有企业深化改革过程中,我们不能不认真研究这样一些问题:国有的资本究竟应当由谁具体掌握和操作?投资者是否应与监管者实行分离?国有企业应当覆盖哪些领域和行业,应通过怎样的途径实现合并和集中?如何使国有企业既能发挥应有的作用,又不影响市场的竞争机制?

加入 WTO 以后,我国经济、政治、社会生活的方方面面都会发生重大影响。我们必须研究:市场经济法制建设将面临什么样的挑战和机遇?在经济全球化

的背景下,我们的经济法制将如何在国际竞争中发挥作用?国外的投资者和贸易伙伴进入我国,我们会提供一个什么样的法律环境?我们又如何采取对策维护国家的经济安全和利益?

面对环境日益恶化和资源紧缺的生存条件,循环经济法制建设任务繁重。如何通过立法确定公众的权利义务,引导和促进公众介入和参与循环经济建设?怎样增强主动性和控制能力,以实现经济发展与环境资源保护双赢,实现利益总量增加?如何发挥法律的鼓励、引导、教育等功能,通过受益者补偿机制,平衡个体与社会之间的利益?

在市场规制与监管方面,如何掌握法律规制监管的空间范围、适当时机和适合的力度?在法律上,我们究竟有什么样的有效规制和监管的方式、方法及手段?对各类不同的要素市场,实行法律规制与监管有什么异同?

.....

我们的经济法理论研究应当与经济生活紧密结合,不回避现实经济改革与发展中提出的迫切需要解决的问题,在观念、理论和制度等方面大胆创新。这是每一个从事经济法科学研究者与实际工作者应尽的义务和光荣职责。我们编辑出版《经济法文库》,就是要为经济法研究者和工作者提供交流平台。

《经济法文库》的首批著作汇集的是上海市经济法重点学科和上海市教委经济法重点学科的项目成果,随后我们将拓展选择编辑出版国内外众多经济法学者的优秀研究成果。我们坚信,这些优秀成果一定会引起社会各方面的广泛关注,一定会对我国的经济法制建设起到推动和促进作用。

期望《经济法文库》在繁花似锦的法学苑中成为一株奇葩。

华东政法大学 顾功耘

2005 年国庆节

序 言

是否要规制内幕交易,素来见解各异。认为不必查处内幕交易的主要理由有:内幕交易可以提高证券市场的流动性和波动性,从而提高交易效益;一定程度的内幕交易可以增加市场的吸引力;很难界定内幕交易中的受害人;查处内幕交易所付出的成本和收益完全不成比例,查处内幕交易很不经济。主张要规制内幕交易的主要理由有:从比较宏观的视野出发,查处内幕交易可以纯净市场,维护市场秩序;从微观角度看,利用内幕信息进行交易是盗用他人的资产;就交易环节看存在欺诈,行为后果存有不当地得利。目前,规制内幕交易的主张站了绝对上风。几乎所有国家的证券立法中都有规制内幕交易的条款。从理论到立法再到执法,以美国最为有影响力,经典理论、盗用理论等被研究性著作甚至教科书广泛评介,美国在 80 年代后期颁布的《内幕交易制裁法》和《内幕交易和证券欺诈执行法》也颇受学者和立法者重视,在执法中法官运用法律解释技术就关键概念,比如内幕信息的知悉和利用等,所形成的经典判决更是被反复分析和参照。

但是,同样无法忽视的现状是,各国的相关执法情况较之相关立法呈现出明显的滞后性。一是时间上的滞后,相关立法完成后,大多在数年甚至数十年后法院才会有一个判例出现;二是绝大多数案件的处理行政执法占据了至关重要的地位;三是非正式手段使用较多,即使在法制化程度很高的美国,也频繁使用便函、非正式调查令等。

在我国,严格查处内幕交易早已成为共识,在证券相关法律中也就内幕人、内幕信息、内幕交易等有所规定,但是执法中受到查处的个案还比较少。这种现象与制度本身的不健全、对规定的解读多样化、查处手段有限等直接相关。根据对我国相关规则及其运行的影响程度,本书从比较与借鉴的角度出发,分析了美国、英国、欧盟、香港等国家和地区查处内幕交易方面的相关规则及其运行状况,就立法、执法体制、执法程序三个方面总结出一些规律,并结合我国的实际情况,

就内幕交易的查处归纳出六种模式。在此基础上,对我国现行的相关规则进行解读并提出改进建议。

全书分为五章,各章主要内容概括如下:

第一章集中探讨了规制内幕交易的相关立法问题,分为三节,分别从相关规则的表现形式、规则的内容、立法技巧方面的趋势等三个方面进行阐述。指出相关立法形式上的区别,直接体现出了不同国家对内幕交易行为本质的认识。本书把内幕交易的相关规定放置于公司法框架下,其规范的基本出发点是:董事具有诚信义务,内幕交易行为发生的最主要方面就是董事没有依法正确履行诚信义务。把内幕交易行为放入证券法框架下,则其基本认识是:内幕交易行为是对证券市场秩序的一种损害,是证券交易中的不当行为。一般而言,在这种法律体系下,内幕交易规范涉及的主体的范围比较宽泛一些。将对内幕交易行为的规制主要规定在一国的刑法体系中的,则主要是考虑到内幕交易行为破坏了普遍的大众投资者对证券市场的信心,造成了严重的社会危害性,将内幕交易行为列为一种严重的犯罪行为,对其处罚较重;就立法的内容而言,目前各国的规定仍然是以内幕人、内幕信息和内幕交易行为这些核心概念为中心。在认定内幕交易的时候,仍然有主观方面的要求,也就是说内幕行为人知道或者应当知道其利用的信息属内幕信息,否则不构成内幕交易行为。在免责事由的安排上体现出鲜明的政策鼓励性和其他不同的取向。各国的立法中都普遍有加重处罚的趋势;在具体的规则设计方法上,体现出了从列举到描述的变化。除了将主要问题规定在一个法律部门中外,还就某些具体事项另行加以规定。在内幕交易的相关法律设计中也给自律组织发挥作用预留了空间。

第二章探讨规制内幕交易执法主体问题。在各国和地区,内幕交易执法主体均有相对独立性,履行准司法职能,美国、英国和香港地区的情况均如此。在其他一些国家和地区,比如法国、德国和我国台湾地区等也呈现出类似状况。欧盟颁布的相关指令和证监会国际组织新兴市场委员会发布的研究报告,均体现出各国在执法体制的构建和运作中,其主体的地位和职能大体近似。执法主体只有具有相对独立的地位,才可以相对超脱地处理涉嫌内幕交易中的复杂的利益关系。主体只有具有相应权力,才能及时甄别线索、展开调查、收集证据、作出裁决。而且,为有效打击猖獗的内幕交易行为,各国都赋予执法主体必需的调查权限,比如质询、要求提供资料、搜查和冻结和没收财产等。

第三章阐述了规制内幕交易的执法程序。确认内幕交易行为并追究行为人责任时,执法主体需要进行调查、取证并作出决定,这一过程要严格遵守程序性要求。科加这些程序性的要求,一方面是为执法主体提供行为指引,使其明确如何为行为属于正确履行职责,同时这些设计也为执法主体提供了保障,保证其在

一个制度设计框架下有妥当的执法空间;另一方面,这些程序性要求也保障了嫌疑人的合法权利不被侵犯。一个好的执法程序设计可以很好地兼容这两个方面的需求。本书从调查和决定两个环节入手来分析内幕交易执法程序的设计。

第四章在分析我国现行相关规则的基础上指出,目前对于涉嫌内幕交易的案件,处理过程如下:首先是发现线索进行初步调查,认为需要立案查处的,填写立案建议表,经批准后由证监会稽查局立案组织调查,并在调查终结后制作报告。接着由法律部、审理委员会进行审理,制作处罚决定书并执行。在这一过程中,调查无疑是非常重要的环节。对内幕交易行为认定模式的理解,决定了调查时所遵循的思路是否妥当、所收集的证据是否充分以及调查终结后所作出的结论是否合法。本书从证券监管机构已经掌握的初步材料、已有的立法为出发点,以涉嫌内幕交易的主体类型为基础,对主体利用内幕信息之利用方式进行分类,归纳出六种类型,并分别就这些类型的查处重点、难点、典型案件等作了介绍。

第五章分析我国的立法状况。目前存在的突出问题在于:相关规则分散在不同时间颁布的不同法律中,对一些核心概念的含义,在立法层面上看存在细微差异,这些差异一旦体现在适用上,就会使规则所覆盖的主体和所包含的行为难以界定;有一些规定比较机械,简单的执行不能实现制度设计的立法意图;就一些案件查处中的重要方面,我国还欠缺相关规定,增加了对内幕交易的查处困难;相关的理论准备也比较欠缺。针对这些不足,本书提出了改进建议草稿,并逐条说明了建议改进的理由。

另外,在各章的结尾,与各章的内容相配合,提供了阅读材料。其中大多数是对主文观点的支持数据或其他方面的支持材料,个别是对主文的补充和评介。

附录部分收录了《IOSCO 证券交易法的目的和原则[节译]》、《欧洲国会和欧盟理事会关于内幕交易和市场操纵(市场滥用)的 2003/6 号指令》、《德国证券交易所法》、《德国证券交易法》、《法国货币金融法[节译]》、《IOSCO 关于规范证券和期货市场不当行为法令草案的评述》六个法律规范和国际组织的权威研究报告。鉴于篇幅,IOSCO 新兴市场委员会非常重要的一份研究报告——《内幕交易——各国怎样规制它》没有收录到本书中,有兴趣的读者请参阅《公司法律评论(2004 年卷)》。

井 涛
2007 年于华政

目 录

第一章 规制内幕交易之相关立法研究.....	1
第一节 内幕交易相关立法的表现形式.....	1
第二节 内幕交易相关立法内容的特点.....	5
第三节 内幕交易相关立法技术上的新趋向.....	8
第二章 查处内幕交易之执法主体研究	18
第一节 内幕交易执法主体的地位	18
第二节 内幕交易执法主体的调查权限	25
第三章 查处内幕交易之行政执法程序研究	33
第一节 调查程序	33
第二节 决定程序	42
第四章 内幕交易行为查处之类型研究	49
第五章 我国现行规制内幕交易规则运行状况之解读与建议	68
第一节 我国内幕交易规制运行现状分析	68
第二节 我国内幕交易行为认定标准及其行政处罚办法(建议草稿).....	77
结束语.....	100
附录.....	101
IOSCO 证券法规的目标与原则[节译]	101
欧盟关于内幕交易和市场操纵(市场滥用)的 2003/6 号指令	139
德国证券交易所法.....	152
德国证券交易法.....	180
法国货币金融法[节译]	212
IOSCO 关于规范证券和期货市场不当行为法令草案之评述[节译] ...	222

IOSCO 新兴市场委员会报告:内幕交易——各国怎样规制它(略)	229
参考文献	230
后 记	235

第一章 规制内幕交易之相关立法研究

理论界对内幕交易一直有不同的认识,一种观点认为适度的内幕交易可以使市场更加活跃,但是认为内幕交易具有危害性并主张应该严格制裁的观点一直居于主导地位,并指导着各国的相关立法。在不同的文化背景和法律体制下,关于内幕交易的具体规则有很多差异,但是在资本流动性甚强、各国的证券市场均是开放的、国际监管合作也在日益加强的状态下,规制内幕的立法在内容上和立法技术上都有不少共同的特点。

第一节 内幕交易相关立法的表现形式

关于内幕交易相关立法的形式,主要涉及内幕交易立法在法律体系中的地位及其与其他法律的关系问题。依照认定内幕交易行为所主要依据的法律为标准,内幕交易的相关立法形式主要有以下三种:

一、内幕交易的相关立法集中规定在证券法中

美国是这一类型的典型代表。美国尽管是判例法国家,但是在证券法方面,却是有成文法的。美国证券法的基础是《1934 年证券交易法》,关于内幕交易的两个成文法,都是对该法的补充。其中 1984 年的《内幕交易制裁法》(又称《证券交易法》第 20 节 A 款)^①,1988 年的《内幕交易与证券欺诈执行法》(又称《证

^① 1984 年的《内幕交易制裁法》的修订包括以下三个方面:(1)可以对内幕交易处以不超过非法所得利润或避免损失额三倍的民事罚款;(2)任何违反《1934 年证券交易法》及其任何规则,在持有实质性的非公开信息时进行交易者,对于其他所有同时交易同一证券的交易对手方均负有责任,这一责任也延伸到任何传送实质性非公开信息者和任何“控制”违法者的人;(3)诉讼时效为最后一次违法后的五年之内,这比联邦《证券交易法》其他民事责任的时效规定要长得多。

券交易法》第21节A款)^①,都对内幕交易行为规定了具体的规则。直接针对内幕交易的《内幕交易制裁法(1984年)》第16条规定了主要内幕人员的范围和报告义务以及发行人对短线交易的收益归入权。《1934年证券交易法》规则10(b)是从反欺诈及以反欺诈为基础的私人诉权的角度来间接规制内幕交易行为的。而规则14e-3对要约收购中的内幕交易行为作出了具体规定,该规则是以内幕消息为核心的规定,直接、全面地界定了要约收购中的内幕交易行为,这个规则关注的最核心的问题是信息的来源和不公开性。

我国香港地区关于内幕交易的规则,集中在《证券及期货条例(2003)》中。该条例列举了内幕交易行为的要素,仲裁机构的地位、职责和权限,违规者的责任等。例如对内幕交易行为的要素,《证券及期货条例(2003)》对内幕人员、内幕消息、内幕交易行为、内幕交易所涉及的证券以及内幕交易行为的除外事项作出了详尽的规定。

我国内地目前的格局也基本属于这一类型。《证券法》有专门的条文规定内幕人和内幕信息等认定内幕交易的基本要素。^②此外在其他的法律中,也有一些零星的规定,但是不占主导地位。^③

二、内幕交易的相关立法被包含在公司法中

在加拿大,有关内幕交易的规制是在公司法的构架下进行的。集中规定内幕交易的是《加拿大商业公司法》(Canada Business Corporation Act 1985, CBCA)。另外还有一些地方性的法规也制定了有关内幕交易的规则。但是使用较多的还是CBCA中的规定。

在荷兰,对内幕交易的规制主要体现在《公司法》和《证券法》中关于董事和监事的责任的规定中。^④法律对这两类人的要求基本类似,所依据的基础性原则是披露原则或戒绝原则(disclose or abstain)。

① 其主要规定如下:(1)如果任何人在持有任何实质性非公开信息时,进行交易或将该信息进行与证券交易有关的传递,从而违反1934《证券交易法》及其任何规则,证监会可以向法院寻求相当于该非法交易所获得利润或损失的三倍的民事罚款惩罚;(2)证监会所追索的任何民事罚款的10%部分可以由证监会自行决定,作为对提供信息的检举人的奖赏;(3)修改了《证券交易法》第32节,将违反该法的个人刑事处罚最高额由10万美元增加到100万美元,对其他机构的刑事处罚最高额由50万美元增加到250万美元,扩大了内幕交易的适用范围和惩罚力度;(4)投资顾问公司的雇主或公司负责人应对雇员和监管人员违反《1934年证券交易法》及其规则10b(5)或投资顾问法中内幕交易规定的行为承担责任;(5)可以针对违反内幕交易法的雇主和负责人进行起诉,要求赔偿损失。

② 参见《中华人民共和国证券法》第67条到第70条。

③ 比如1997年的《中华人民共和国刑法》第180条中也有关于追究内幕交易刑事责任的规定。

④ See harm-jan de kluiver//sjoerd e. eisma, 2002 kluwer international, Dutch Securities Act 1999, Chapter 7.

三、内幕交易的相关立法主要规定在刑法中

英国是这一类型的典型代表。英国关于内幕交易的规定集中体现在刑法中。在英国,认定内幕交易的基本要素规定在1993年的《刑事审判法》第5条“内幕交易”中。

早在1967年,英国公司法中就有关于内幕交易的规定。英国是在国内法中规定禁止内幕交易条款的第三个欧盟国家。1980年以前,英国采用自律措施禁止内幕交易行为,在实践中几乎没有案件是按照法律的强制性规定来进行处理的。英国第一个内幕交易案例是 *Chase Manhattan Equities Ltd. v. Goodman* 案^①。该案例体现出的基本规则是:通过对CSIDA1985-8(3)规定的文义解释,可以追究内幕交易人的责任。

1980年,因为开始执行当时欧共体的89/592/EEC指令,内幕人的范围进一步扩大。《1980年英国公司法》规定,如果交易者知道内幕信息并根据内幕信息买卖证券,就构成刑事犯罪行为。后来这项条款被1985年的《公司证券(内幕交易)法》取代。1986年金融大爆炸后,英国又推出了在国际上产生广泛影响的《金融服务法》,取代1985年的《公司证券(内幕交易)法》,明确规定了内幕交易的种类和法律责任。欧盟于1989年颁布《内幕交易指令》后,英国根据这一指令的要求通过了1993年的《刑事审判法》第5条“内幕交易”,正式取代《金融服务法》中有关内幕交易的条文,它成为英国对内幕交易进行规制的主要法律依据。

2000年6月由英国女王签署的《2000年金融服务和市场法》(Financial Services and Markets Act 2000)是英国建国以来最重要的一部关于金融服务的法律,它整合了金融监管组织,明确了新成立的金融监管机构和被监管者的权利和义务,统一了监管标准。根据该法英国成立了世界上最强有力的金融监管机构——金融服务监管局(Financial Services Authority, FSA, 简称金管局)^②,该法还取代了之前制定的一系列用于金融业监管的法律、法规。《2000年金融服务和市场法》将内幕交易行为列为市场失当行为,投资者可以以内幕交易者违反

^① See [1991] BCC 308.

^② 1998年6月1日之前英国实行的是“分业监管”,共有九家金融监管机构。这九家机构分别是英格兰银行的审慎监管司(SSBE)、证券与投资局(SIB)、私人投资监管局(PIA)、投资监管局(IMRO)、证券和期货局(SFA)、房屋协会委员会(BSC)、财政部保险业董事会(IDT)、互助会委员会(FSC)和友好协会注册局(RFS),FSA继承了原有九个金融监管机构分享的监管权利。从此,英国对金融机构、金融市场和服务于该市场的机构和个人,对清算和支付系统以及有问题的金融机构进行谨慎监管的全部权力,都由“唯一”的金融监管机构——FSA来统一行使。

相关的禁止性规定为由提出赔偿请求。^① 这部法律对内幕交易的认定标准等没有实质性影响,其规定集中在查处机构和查处程序方面。

四、我国应该选择的立法形式

在立法形式上的区别,直接体现出不同国家对于内幕交易行为本质的认识。把内幕交易的相关规定放置于公司法框架下,其规范的基本出发点是:董事具有诚信义务,内幕交易行为发生的最主要方面就是董事没有依法正确履行诚信义务。把内幕交易行为放入证券法框架下,则其基本认识是:内幕交易行为是对证券市场秩序的一种损害,是证券交易中的不当行为。一般而言,在这种法律体系下,内幕交易规范所涉及的主体的范围比较宽泛。将对内幕交易行为的规制主要规定在一国的刑法体系中,则主要是考虑到内幕交易行为破坏了普遍的大众投资者对证券市场的信心,造成了严重的社会危害性,因而将内幕交易行为列为一种严重的犯罪行为,对其施以较重处罚。

就我国的情形来看,可供选择的方法无非是以下四种:第一种是充实《证券法》中的相关规定,在《证券法》中系统而详细地规定反内幕交易法律制度,这是解决问题的最终方法,但缺点就是有可能破坏《证券法》结构上的平衡,且程序复杂而成本过高;第二种方法是通过制定《证券法》的实施细则,对《证券法》中规定的内幕交易制度的不足和缺陷进行弥补,该方法的优点是切实可行,但缺点就是可能导致行政法规或规章与基本立法相冲突的尴尬局面;第三种方法就是像欧共体那样采用单独立法的做法,制定单独的反内幕交易法,全面详尽地规定反内幕交易的有关内容,这似乎是最好的方案,但其立法成本较高,且立法层次的选择颇为困难,因为由人大正式立法,则与《证券法》的关系不好协调,如采用行政法规,又会演变为前一种方式,并存在前一种的弊端;第四种方法是通过判例完善和补充证券法的不足,但这在我国并不可行。

2005年《合同法》和《证券法》相继进行了修订。就内幕交易而言,一些具体规则在修订中得以完善,但就立法形式选择等较宏观的问题,仍然维持原有情形。

认定和查处内幕交易的技术性非常强,而且待处理案件数量的多少、所处的区域等都是不易掌控的。特别是在系统内部,为了提高效率及平衡工作量,有的案件自办,有的案件交办。这就急需为不同机构的工作人员在业务水平、把握市场情况和掌握处理案件的政策水平方面提供指引。从证券监管部门解决问题的

^① See Financial Services and Markets Act 2000, Chapter c. 8 2000 (Part viii Penalties for Market Abuse; Part xxv Injunctions and Restitution), <http://www.fsa.gov.uk/>.

实际出发,目前可以通过制定内幕交易认定查处工作指引之类的规范性文件,实现妥当解读法律规则,灵活应对实际需求的目的。

第二节 内幕交易相关立法内容的特点

就立法的内容而言,目前各国的规定仍然是以内幕人、内幕信息和内幕交易行为这些核心概念为中心。在认定内幕交易的时候,仍然有主观方面的要求,也就是要求内幕交易行为人知道或者应当知道其利用的信息属内幕信息,否则不构成内幕交易行为。在免责事由的安排上体现出鲜明的政策鼓励 and 不同取向。各国的立法中都普遍有加重处罚的趋势。

一、内幕交易的相关立法仍然以内幕人、内幕信息和内幕交易行为为中心

例如在加拿大,对内幕交易的规制是在公司法的构架下进行的,集中规定内幕交易的是 Canada Business Corporation Act 1985 (CBCA)。^① CBCA 中对内幕交易的主要规定^②中就有如下一条:“进行规范的核心概念是内幕交易行为、内幕信息和内幕人”。在相关法规中,强调禁止发行人和与其有特别关系的人进行交易,也禁止把相关消息告诉其他人。内幕消息被理解为实质性的公司变动和实质性的事实。通常把实质性的公司变动理解为公司经营、运作方式、所有权等方面的变化,这些变化会对证券的价格产生影响。对内幕人的定义非常广泛,表述为与发行人有特别关系的人,包括发行人的董事、高级管理人员、持有 10% 以上表决权股份的股东、发行人的关联公司、发行人的附属人员(包括发行人的合伙人、基于信托关系而产生利益联系的人)、发行人的工作人员和所有雇员,另外还有为发行人提供服务的专业机构的雇员、经理和董事,也包括在重组、合并过程中相关企业的此等人员以及为该次重组等提供服务的人。那些知道实质性信息的人无论是否通过正常渠道知晓这些信息,都被视为是与发行人有特别关系的人。CBCA 还规定了对内幕交易行为的处罚措施、免责事由以及内幕交易的报告制度。

^① 本部分以 Canada Business Corporations Regulations, 2001 Part 4, Insider Trading, 第 39—42 条中的相关规定为基础进行论述。

^② See Kluwer, *International Encyclopedia of Laws*, Volume 2, *Corporations and Partnerships*, 1995. 2002 Canada, pp. 81—85. Mark Gillen, Brian Cheffins et al., *Consolidated Canada Business Corporations Act and Regulations*, 23rd edition, 2003, Thomson carswell, pp. 60—61, 146.

二、在认定内幕交易时仍然坚持主观方面的要求

大多数国家的规定表明,在认定内幕交易的时候仍然坚持行为人要符合主观方面的要求。

在涉及追究内幕交易行为民事责任时,几乎所有的国家都允许以原告的过错为理由,免除被告的责任,而且均适用过错分担的原则,也就是说被告在民事诉讼中,有权要求其他对违法行为负有连带责任的人,分担其所承担的责任。在确定如何分担责任时,法院可以按照比例规则、过错比例规则等方法进行处理。

在对内幕交易进行行政处罚时,一般要求内幕交易行为也必须具备三个方面的特征:(1)行为主体是内幕信息的知情人员;(2)在客观方面,要求内幕信息的知情人利用内幕信息实施了证券交易行为;(3)在主观方面,只要内幕行为人知道或者应当知道其利用的信息属内幕信息,即可满足主观方面的要件。^①

三、在免责事由的安排上体现出鲜明的政策鼓励 and 不同取向

欧盟的指令规定,为稳定价格而采取的行动不属于内幕交易,比如作为欧盟成员国的主权国家或其中央银行或其代理机构为执行货币政策、干预汇率和公债经营而进行的交易,及在欧盟成员国中,以稳定新发行上市的证券或在二级市场交易的证券价格为目的而进行的交易都不属于内幕交易。

在英国,行为人可以对被起诉的内幕交易犯罪,依据法律规定的下列免责事由进行抗辩:行为人在鼓动他人进行交易时并不知道该信息属于会带来利益的敏感信息;行为人在鼓动他人进行交易时有理由相信该信息已经向公众披露,并且那些获知信息者和没有获得信息者对待决定交易与否处于对等状态;如果没有获得该信息,行为人也会鼓动其他人进行该交易;在行为人向其他人披露信息时有合理理由相信该信息不属于会带来利益的敏感信息。^②

加拿大的相关法律也规定了相似的免责事由:如果这种内幕信息的交流是进行业务活动所必需的,或者是为了使重组等顺利进行而必需的,就应该属于正常的行为。另外,如果被指控的人,可以有合理的理由相信这个消息是大家都可能知晓的,他就可以免责。在民事诉讼中,还有一种可能的事由就是原告本身知道或者应知道所利用的消息是被泄露的,或者被指控的人能证明所进行的交易

^① 参见何基报:《证券交易中违法违规行为的类型、特征及其监控研究》,2002年6月3日,深证综研字第0058号。

^② 参见英国《1993年刑事审判法》第53条。

与所指控的消息没有关联性的,也可以免责。

新西兰的相关规定是:内幕交易行为人如果事先报告了监管机关并进行了备案,而且得到了监管机关的同意,就可以免除责任。交易人书面告知内容应包含所有信息,承诺信息真实后,在监管机关书面表示同意之后的15个交易日内完成交易。

四、各国的相关立法都体现出对内幕交易加重处罚的趋势

为了有效地遏制、打击内幕交易,各国都加大了对内幕交易的处罚力度。很多国家都将内幕交易行为认定为犯罪且并处罚金。例如在法国,内幕交易行为将受到两年的监禁以及1000万法郎罚金的惩罚,其罚金数额最高可以达到所得利润的十倍,但在任何情况下不能少于所得的利润。在德国最高可判处五年的监禁。荷兰监管当局在处罚内幕交易方面也是非常积极的,对这方面的犯罪可以处以两年监禁或45万欧元的罚款;法院还可以根据具体情况再并处其他处罚。

在美国,证券交易委员会以美国法律协会拟定《联邦证券法典》为契机,于1982年开始向国会建议修订法律,授权证券交易监管委员会可以给予内幕交易行为人相当于非法所得三倍的民事罚款,同时提高违反证券法律的刑事责任。该草案于1984年6月在参议院获得全票通过,1984年8月10日《内幕交易制裁法》生效。该法规定可以对内幕交易处以不超过非法所得利润或避免损失额三倍的民事罚款;对主动参与或没有采取有效措施阻止内幕交易的证券公司,证券交易委员会有权给予其暂停营业一年、撤销注册登记的处罚;对雇员从事内幕交易的,没有尽到谨慎勤勉防止义务的雇主或控制人也须承担连带责任。尽管如此,仍不能遏制内幕交易愈演愈烈的势头,再加上一些重要案件的相继曝光,国会意识到有必要进一步加大对内幕交易的处罚力度。《内幕交易与证券欺诈执行法》于1988年11月19日正式生效。该法对《1934证券交易法》作了进一步的修订,规定:(1)要求经常接触内幕信息的公司或机构建立预防内幕交易的有关制度,违反者要承担连带责任;(2)泄露信息者要对接受信息者的违法所得承担连带责任;(3)对举报、提供线索以查处内幕交易案件的人,可以给予高达民事罚款10%的奖励,以鼓励社会人士协助证券交易委员会来查处内幕交易;(4)扩大私人诉权,允许与内幕交易者同时进行对应交易的人提起损害赔偿之诉;(5)提高对故意违法者的刑事责任,对个人罚款从10万美元提高到100万美元,对机构罚款从50万美元提高到250万美元,对违法者的监禁从5年延长到10年;(6)授权证券交易委员会协助外国证券监管机构调查、查处跨境内幕交易案件。自1986年以来,美国证券交易委员会每年提起30至40件内幕交易