

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2017.05.013

内幕信息敏感期行政判断规则实证研究

吴先泉

(海安县人民政府办公室,江苏 南通 226600)

摘要:关于内幕信息敏感期界定的必要性,理论界对此素有争议,而行政执法中运用该概念的案件数量与日俱增,有些未采用的实属于执法办案事实部分关键要素认定缺失,影响了法律实施的效果。伴随着执法环境的变化、执法办案的现实需求,敏感期的识别对预防和惩处内幕交易、纯净证券市场具有显著的实践价值。立足于我国国情和证券市场实情,通过梳理相关学术观点,运用实证分析方法,得出完善我国内幕信息敏感期识别的实践路径。

关键词:证券法;内幕交易;敏感期;行政执法

中图分类号:D912.28

文献标识码:A

文章编号:1672-626X(2017)05-0093-10

内幕信息敏感期是内幕交易中重要的时间概念,这一概念始见于最高院、最高检2012年发布的《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(以下简称《解释》),该《解释》第五条给出相关概念,“内幕信息敏感期”是指内幕信息形成后至对外公开的期间。对比看到,证监会于2007年印发《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(证监稽查字[2007]1号,以下简称《指引》)的规范性文件,其第十条设计了“内幕信息的价格敏感期”这一概念,期间从内幕信息形成之日起,至内幕信息对外公开或者内幕信息对证券的市场价格不产生显著影响时结束。两个概念实质上讨论的是一个问题,就是内幕消息形成、失效的时间区间。对于区间的认定在以前不成为内幕交易行政、刑事案件中的重要问题,但《证券法(修订草案)》(2015年4月20日人大审议版)拟引入内幕交易限额赔偿制度,要求内幕交易行为人(无特别说明,以下简称行为人)对内幕信息敏感期从事反向证券交易的投资者,在内幕交易违法所得3倍限额内承担赔偿责任,换句话说,赔偿的对象、数额都依

赖于内幕信息敏感期的界定。因此,有必要立足于证券行政执法实践,对内幕信息敏感期的界定标准进行探讨。

一、内幕信息敏感期争议:规范基础与执法实践

内幕信息敏感期在我国《证券法》(无特别说明,均为现行有效版本)中没有相关规定,其是我国证监会在行政执法过程中独创的一个概念^[1]。关于该期间对我国规制内幕交易的理论和实践的意义和影响,学界存有较大争议。

(一)对内幕信息敏感期持否定态度

1. 敏感期认定于法无据

美国学者 Nicholas C.Howson 撰文指出,中国证监会行使了最大程度上打击内幕交易违规行为的执法权力,该权力已超过法律的相关授权^[2]。他认为,《指引》第十条为“内幕信息”的认定赋予了一个全新的概念,使得只有知晓特定信息的行为人于“价格敏感期”内进行证券交易时,才具有违法责任,《指引》突破了2006年《证券法》的立法授权。2006年《证券法》规定“内幕信息的知情人”或者非法获取内幕信息的人直接利用内幕信息从事证券

收稿日期:2017-07-10

作者简介:吴先泉(1986-),男,江苏南通人,江苏省海安县人民政府办公室法制监督科科长,法律硕士,主要从事经济行政法研究。

交易活动或者建议他人交易该证券才可能被认定需要为内幕交易承担责任。而《指引》是指任何人只要持有被认定为“内幕信息”的信息,在一个“价格敏感期”内“买卖相关证券,或者建议他人买卖相关证券,或者泄露该信息”,该人就必须为内幕交易承担责任。

在 Nicholas C. Howson 看来,他认为,内幕信息敏感期这一概念的创制和使用,导致了证监会的执法尺度超越了《证券法》授予的执法权限,造成执法过于宽泛的问题。在某种程度上,他认为敏感期的概念摒弃了《证券法》规定的构成要件而另设一套归责原则。

本文对于《指引》是否超越《证券法》不作深入分析,认为敏感期的使用没有创设新的法律规则,是《证券法》的应有之义。《证券法》第七十五条规定:“证券交易活动中,涉及公司的经营、财务或者对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。”七十六条第一款规定:“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券。”从逻辑学角度出发,法律规定了内幕消息的概念,其必然有萌发、诞生的过程,并不以行为人的获悉或使用为形成要件,信息的最终形成有其客观必然性,法律没有明确指出信息产生的起点并不否认其存在的可能性。据此,我们可以得出只有产生内幕消息才可能产生内幕交易的结论,没有这一时点的把握,探讨内幕交易将失去意义。细读七十六条,内幕消息的失效时点也是能够准确把握的。两个时点之间形成的区间也就是《解释》所称的内幕信息敏感期,这也并不能被《证券法》所否认。

2. 敏感期无法界定亦无意义

厦门大学教授肖伟表示,我国《证券法》不必设定内幕信息敏感期这一法律概念,也不宜规制确定敏感期的法律规则^[1]。因为考察世界主要国家的立法例和司法实践,并未有规定敏感期概念和法律规则的先例,而且我国也没有界定敏感期的特别需要。他认为敏感期始于内幕信息的形成之日,形成日的确定应以相关信息何时开始具备“重大性”作为考量的标准,即以该相关信息开始具有对证券市场价格或投资者决策发生重大影响现实可能性的时点作为内幕信息的形成日,内幕信息可以形成于

双方尚处于协商谈判过程中甚至与相关客观事实伴随发生,同时,敏感期并不是内幕交易的法律构成要件。因此,敏感期的确定异常复杂,不具有可操作性。

本文认为,不认定内幕信息可能形成的时点,就不能把握内幕交易案件的实质要件,侦缉内幕交易也就是缘木求鱼。内幕信息总是伴随着内幕人相互磋商、内部决策、重大事件而产生的,不确定内幕信息形成的时点,就无法判断知悉、使用相关信息的行为是否构成内幕交易行为。申言之,内幕交易行为总是发生在内幕信息敏感期之内,但处于敏感期内的交易并不当然为内幕交易。因此,内幕信息敏感期也是内幕人及行为人的禁止交易期间,认定有其执法办案的现实需要。

(二)对内幕信息敏感期持肯定态度

1. 敏感期界定需个案分析

从内幕信息的概念来考察,是指涉及公司的经营管理、外部市场、财务状况或者对公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息,该信息具有重大性、非公开性等特征。“内幕信息敏感期”形成时点应属于对相关信息“重大性”判断中的“确定性”问题,基于行为人不同的社会地位和从业背景,相同信息的确定性就有了区别^[2]。如果行为人是“身居要职”、能实质影响信息所涉事件预期的“内部人”,其对相关信息的主观认知就能决定消息是否具有“重大性”。如果行为人并非高层决策者或“非法获取内幕信息的人员”,执法机关则需要证明内幕信息客观存在,而且行为人知晓该信息^[3]。此外,对不同种类的信息也要作出区分,如果是关于公司财务、支付能力等方面的关键信息,其敏感期相对来说比较容易确定。但如果涉及企业并购、重组等多阶段事件的信息,则存在多重因素,包括决定性一方的态度、偶然的介入因素等等。简而言之,尽管《解释》第五条规定了内幕信息敏感期的形成日,但还应根据个案情况、内幕信息类别综合评判。

2. 敏感期界定尚有规律可循

上海市人民检察院王涛结合司法实践阐述了内幕信息敏感期的司法判断要旨,他认为应当把握一项基本原则,即某事实的是否发生表明相关事项已经进入实质操作阶段并具有很大的实现可能性^[4]。《解释》第五条第二、三款专门规定了评判标准,即《证券法》第六十七条第二款所列举“重大事件”的

发生时间,第七十五条规定的“计划”、“方案”以及《期货交易管理条例》第八十五条第(十一)项规定的“政策”、“决定”等的形成时间,应当认定为内幕信息的形成时;影响内幕信息形成的动议、筹划、决议或者执行人员,其动议、筹划、决策或者执行初始时间,应当认定为内幕信息的形成时。在他看来,条文是具体个案的次生标准,还应把握上述基本原则,只有符合基本原则的信息才会对交易价格产生重大影响。

中国政法大学教授李曙光表示,《解释》界定内幕信息形成时间,使得认定内幕交易的相关细节更明晰,有助于维护资本市场基本秩序,保护广大投资者的合法权益。相关人员动议、筹划或执行初始时间被认定为内幕信息形成时,极大压缩了内幕交易操作空间,有利于回击涉案人员关于交易证券在内幕信息形成之前的狡辩^{6]}。

由于我国特殊的国情市情,证券市场的发展史较短,市场化发育程度较之发达国家尚存在较大差距。在此情况下,我国证券市场监管更注重对监管执法的有益实践,而敏感期的界定有利于对已发生的内幕交易行为作出处置,便于守法的投资者维护自身权益。

二、内幕信息敏感期实践缺陷探讨

目前,我国对证券内幕交易行为处罚的基本现状是:内幕交易导致的民事赔偿纠纷案件较少,对内幕交易的处罚主要是行政处罚和刑事处罚^{7]}。本文立足于考察内幕交易行政执法现状,遂以2004年至2016年中国证监会作出的203件内幕交易类行政处罚为研究样本,其分布情况见图1。

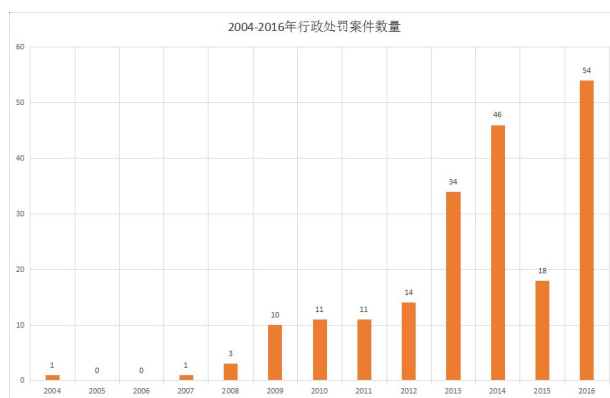


图1 中国证监会2004—2016年内幕交易行政处罚案件分布图

我国首次采用价格敏感期是在2009年对四环药业金峰、余梅的处罚决定书([2009]4号)^{8]}因此,我们就2009年以后查处的内幕交易案件的相关概念使用情况进行分析,具体情况见表1。

证监会于2007年出台《指引》,提出“内幕信息的价格敏感期”概念,实践中开始使用始于2009年,在此之前的处罚决定书对于期间的给定语焉不详,主要通过叙述基本的案情经过,指出相关重要事项属于内幕消息,描述行为人在该内幕消息公布前进行证券交易等定案事实。可以看出,从2004年至2009年甚至更晚一些时候,证监会对于敏感期具体范围的把握是不确信的,用流水式的案情调查流程掩饰认定上的不足。从表1可以看出,《指引》中价格敏感期的概念在证监会作出的决定书中使用甚少,而2012年《解释》定义的“内幕信息敏感期”概念却在2009年就已经使用,且占据了案件总数的大部分比例,这也间接说明了“内幕信息敏感期”概念的内涵和外延是比较恰当地描述这一时间区间,并在证券监管执法中发挥重要作用。

表1 中国证监会2009—2016年内幕交易行政处罚案件相关概念使用情况

关键词	年份								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
使用“价格敏感期”	1	2	1	2	2	1	0	0	
使用“内幕信息敏感期”	2	1	2	4	12	22	5	29	
使用“价格敏感期”、“内幕信息敏感期”	0	1	0	1	0	0	0	0	
使用“信息敏感期”	0	0	0	2	1	0	0	0	
使用“敏感期”	0	0	0	0	1	0	0	2	
实质上界定敏感期	0	0	0	1	2	4	2	18	
内幕消息形成不晚于某时点	0	0	0	0	3	2	2	4	
合计	3	4	3	10	21	29	9	53	
案件总数	10	11	11	14	34	46	18	54	
占比	30%	36.4%	27%	71.4%	61.8%	63.0%	50%	98.1%	

为便于归结、探究部分案件未使用敏感期概念的事实真相,本文就2009年以后没有明确使用敏感期概念或明确时间区间的案件进行分析,未给定具体内幕信息敏感期(抑或有商榷)的案件主要存在以下情形:

(一)案件认定内幕信息产生、形成的具体时点不确定

2014年6月2日,南山集团和南山铝业分别承诺将在怡力电业取得有权部门批复或者相关法律障碍、风险消除后以合理的价格出售、收购其电解铝资产。2015年8月27日,怡力电业电解铝生产线项目获得登记备案证明。2015年9月17日,国信证券股份有限公司与南山铝业通过电话会议探讨了上市公司拟购买怡力电业电解铝资产及负债的停牌事宜,预期拟注入资产可取得合规证明。2015年9月18日,南山集团、南山铝业会议确定南山铝业资产收购初步方案。本次会议信息向南山铝业、南山集团董事、监事、高级管理人员等相关人员做了传达。2015年9月28日,南山铝业申请从次日起停牌。11月12日,南山铝业发布关于发行股份购买资产事项继续停牌公告,公告本次交易涉及的标的资产为怡力电业电解铝资产。“南山铝业启动购买怡力电业资产”的内幕信息不晚于2015年9月18日形成^②。

该案中,交易金额为70亿元,占南山铝业2014年末经审计净资产的38.62%,属于《证券法》中“公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定”,属于内幕信息。证监会认为内幕消息形成时间不晚于2015年9月18日南山集团、南山铝业达成的收购初步方案。笔者认为,双方在怡力电业收购上均进行了保留性承诺,待条件成就时,内幕信息就应该形成,因为双方都负有促成项目的义务,其发生的可能较大。证监会为避免争议,相对限缩了敏感期的区间,并没有给出确切的敏感期。

(二)内幕信息客观走向干扰敏感期的界定

重庆三峡油漆股份有限公司(以下简称渝三峡A)自2011年4月启动非公开发行股票事项,该事项于2013年1月25日上午提交中国证监会发审委审核。渝三峡A公司顾问戎某明等人在会场外等候。当日12点30分左右,发审委宣布渝三峡A非公开发行股票申请未获通过。1月26日,渝三峡A发布公告披露上述情况。渝三峡A所筹划非公开

发行股票事项属于《证券法》第七十五条第二款第(二)项所规定的“公司分配股利或者增资的计划”,该事项未获中国证监会审核通过,该信息对公司证券的市场价格有重大影响,在未公开前构成内幕信息。该内幕信息形成于发审委宣布渝三峡A非公开发行股票申请未获通过之时,戎某明为内幕信息知情人^③。

启动非公开发行股票事项对于证券市场的反映主流观点是利好(定增资金流向重大项目或购买资产等利好方向),成功发行必然带来股票预期上涨,未能成功发售则对公司证券的市场价格产生负面影响。如本案,两行为人在得到利空消息后将重仓的股票悉数卖出,避免了股票下跌带来的损失。从决定书可以看出,2012年左右,两人就陆陆续续重仓购入该股票,引人深思的是是否形成了定增事项这一消息才会做出异于常规的操作。《证券法》第二百零二条规定:“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……”,同时根据《指引》可知,在内幕信息敏感期内交易证券才有可能构成内幕交易,即内幕信息形成后行为人根据获悉的信息进行交易才被法律所规制。回到本案将内幕信息定格在发审未通过的那个时点,设想一下,假如发审通过,两人是否就不构成内幕交易,合法坐拥利好信息带来的掠夺性盈利,因为他们的买入与卖出均不会处于内幕消息敏感期内。那么,也就是本案内幕信息形成的时间定位有错误,内幕信息形成于更早时点。笔者认为,内幕消息自身的客观走向并不反过来影响其形成,应根据信息本身的重大与否来确定,况且信息未来的走向无论好坏均会对市场造成价格上的波动。

(三)事实真相未查清

2011年10月31日,恒顺电气等四家公司组成联合体第二次投标印尼电厂,印尼国家电力公司宣布联合体中标。2012年5月2日,恒顺电气收到中标通知书,并于次日公告。2012年5月3日,贾某某决定收购印尼的煤矿,并决定以恒顺电气第一大股东的名义支付580万元的订金,约定如收购进展顺利则由恒顺电气承接投资。10月29日,恒顺电气与印尼东加煤矿代表谈判确定了煤矿的价格,并于

11月9日签署了合同。11月10日,恒顺电气董事会通过了收购印尼东加煤矿项目的决议。11月12日,恒顺电气发布公告,成功收购印尼东加煤矿项目。董事会秘书王艳强是内幕信息知情人。

2012年3月1日,李根向王艳强索取关于印尼电厂项目的收入及利润测算等数据,次日李根收到相关数据。2012年5月,李根获悉印尼煤矿的财务数据,5月14日还获取了该煤矿的测算表格数据。2012年3月9日、5月29日李根买入相关股票^④。

本案第一条内幕信息的形成时间要早于行为人买入股票的时间,也不应是行为人获悉信息的时点,但是在决定书事实部分并未交待恒顺电气内幕信息形成的相关情况,进而无法查明该信息形成的具体时点,导致无法准确认定内幕信息敏感期。

综上所述,未清晰界定敏感期的原因主要是部分事实真相未能查清,内幕交易行为处于被课以法规范义务的期间不明确,对案件定性至关重要的构成要件被做了模糊化处理,行政处罚决定说理论证薄弱,不能达到打击此类违法犯罪行为的法律效果。

三、内幕信息敏感期的实践意义

《证券法》《刑法》明令禁止内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前,交易证券、泄露信息或建议他人交易,《指引》更直白指出在内幕信息敏感期内有法律明文禁止的行为视为内幕交易。故而只有在敏感期内从事证券交易才能构成对于法律规定的违反。

(一) 违犯行为确定性和办案精细化要求

《指引》《解释》给出了敏感期概括性规定,但是落实到个案该怎么具体运用和定性,适用时还需要对该条文进行具体的解释,范围过大会导致打击面过大而违反罪刑法法定原则,范围过小则有放纵违法犯罪之嫌。虽然《刑法》及《解释》等规定了内幕交易罪的构成要件及责任边界,但随着惩治违法行为的民事、行政责任失灵,以往被视为过度刑罚化的措施也会变得合法、合理,因此确认敏感期也就显得异常的重要和紧迫。目前对于敏感期的认定仍属于对责任边界、构成要素的模棱两可定义,合法、合理确定敏感期需要找到关键点、关键要素。而内幕信息敏感期又是禁止知悉内幕消息之人交易相关股票的时间区间,必须加以确定。

在案件办理中,首要要求就是事实清楚、证据确凿,未查清行为人具体所涉何种内幕信息、在什

么时点进行交易的,也就不能作为定案依据。再者,个案中极有可能涉及多条内幕信息,被惩处的行为人并不是基于同一条内幕信息作出交易的决定,每一行为针对的是具体的一个内幕信息,厘清每一内幕信息的敏感期就显得十分必要,上文提到的证监会对李根、王艳强作出的行政处罚决定([2015]16号)就是例证。

(二) 敏感期的适用是对原有法律体系的维系

法律有内幕交易禁止性规定以及构成犯罪的认定,而对敏感期的识别则是对适用上述法律的确定性指引。司法实践中,内幕信息的敏感期一般由中国证监会或者地方证监局出具公函认定。

《证券法》第七十三条规定,禁止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,这是法律明确禁止的证券交易行为,内幕信息是其中的关键性构成要件。没有内幕信息应用就没有内幕交易,内幕信息的萌发、产生、形成、失效总有一个时间渐变过程,这不仅是法律条文的应有之义,也是判断违法行为的关键性节点。如果不能清晰定位时点,也就无法推导违法行为的具体边界,进而会增大案件调查、定性出现重大性偏差的可能性。

(三) 计量违法所得、交易对手损失的需要

《刑法》第一百八十条第一款对内幕交易、泄露内幕信息罪规定了并处或者单处违法所得1倍以上5倍以下罚金的罚则。然而,此处“违法所得”是指内幕交易人的违法所得还是泄露内幕信息人获取的报酬,笔者认为,将此处的“违法所得”应理解为两者的违法所得。内幕交易人从内幕交易中必然谋取利益或者减少原先应有的损失,而对于泄露人员,根据美国的信息盗用理论,其可能从内幕交易人处获得金钱报酬抑或是信誉等远期利益。因此,将“违法所得”理解为内幕交易人和泄露人员的所得符合立法原意。内幕信息敏感期确定后,才可以确定违法犯罪持续的时间进而对涉案金额等内容作出认定。

(四) 确定敏感期有利于执法活动的开展

鉴于证券市场中证券产品、手段形态的多样化,交易形式监管手段也将推陈出新,同一法律条文在不同的阶段适用不同的解释方法可能会得出迥异的结论,给予信息敏感期一个范围,圈定其间相应交易的人员,进而发现内幕交易行为人,这也

是法律解释适用的时代要求。

敏感期的划定对信息对称性和交易公平性保护有着特殊的作用。《证券法》《解释》规定了内幕信息应当在证监会指定的媒体发布,因此内幕信息的公开时间也就应当以内幕信息主体依法在指定的媒体公布内幕信息的时间为准。有了形成时间和公布时间而后产生的敏感期就会将上市公司的股市行情分为不同阶段,将重大信息的公布带来的证券市场价格波动反应排除在外,可以观察出敏感期内资金、证券异常流动的迹象,进而有针对性打击内幕交易等证券违法行为。2015年,证监会先后对利用恒顺电气的不同信息进行内幕交易的四起违法行为进行行政处罚,处罚合法性的根基在于查明利用哪一内幕信息进行证券交易,印证了敏感期界定的重要性^⑤。虽然从形式论上对四起六人次给予处罚是充分的,但从打击违法犯罪的准确性、全面性来看仍然存在不足。既然泄露内幕信息如此严重,是否还存在其他相关人知悉和使用内幕信息进行交易?不全面打击此类违法犯罪行为就不能达致净化市场交易业态、维护市场公平合理竞争之效果。

四、内幕信息敏感期识别要点

由于内幕信息的形成是一个不断演变的过程,不能单纯看重大事项最终确定性这一因素,还应综合考虑各种影响成因推导出内幕信息形成的最大可能性。信息的具体内容从开始形成到最终公开并不一致,但需要比较其实质是否属于同一类信息(如并购、重组、资产重组等)甚至是同属重大信息且对价格的影响都具有正相关性,在此需要采用实质影响的角度来考量信息的确定形成。不同的信息有不同的形成时间,信息的形成一定程度受到信息类属的影响。为分析归纳内幕信息形成时间,本文梳理了2001年至2014年2月证监会作出的83件内幕交易案件,内幕信息主要为收购重组、利润分配、重大投资、获得大订单、订立其他重要合同、财务业绩增长、财务业绩下降或亏损及其他等^⑥。由于信息敏感期的难易重点,在此我们着重探讨信息形成时间的判断准则。

(一)内幕信息本身所具有的重大性

一项信息要成为内幕信息必须具备重大性和非公开性两个特性。对于非公开性的认识,我国理论家及实务界一般采取“形式公开论”,而不是“实质公开论”,主要考虑我国执法需要,这样非公开性

的问题就很好解决。《证券法》第七十五条对信息重大性的评判标准以“该公司证券的市场价格有重大影响”来描述。在监管健全、市场有效的证券市场中,证券价格和投资决策之间并不存在冲突或者对实际适用存在不同含义,它们仅仅是从两种角度强调同一个问题,投资行为是传递信息并使之反映为证券市场价格的媒介^⑦。《指引》第九条对“重大影响”有如下说明:“重大影响指通常情况下,有关信息一旦公开,公司证券的交易价格在一段时期内与市场指数或相关分类指数发生显著偏离,或者致使大盘指数发生显著波动。前款所称显著偏离、显著波动,可以结合专家委员会和证券交易所的意见认定。”显然,我国立法的本意是信息的价格敏感性,故命名为“价格敏感期”,但是考虑到我国证券市场处于弱式有效状态,对于信息的反映可能不灵敏或有失灵状态,完全从价格敏感期考虑信息是否重大性有失实事求是。

2008年1月16日深天健披露2007年度业绩快报当日,公司股票开盘价、最高价、最低价、收盘价和均价分别为25.20元、25.30元、24.10元、24.18元和24.79元,收盘跌幅达6.10%、与深证成份股指数偏离值为-2.52%。当日,国泰君安卖出“深天健”119,900股,其解释是:“公司的业绩增长仅略高于其之前预告的业绩大幅增长50%~100%下限。而且大大低于市场和我们对0.75元左右的业绩预期,动摇了我们原先对于公司的判断。”^⑧在证监会的文书中,我们可以看出“价格敏感性”的论述,但是证券价格只能反映历史性信息,同时市场也有一个消化期,当反应滞后时,用价格敏感性来衡量信息的重大性就不符合执法实际。

内幕信息的重大性应兼采“普通投资者标准”,这主要指某信息能否对证券价格有重大影响一般是以普通投资者的合理判断为立论基础,而不论实际效果^⑨。普通投资者如果认为该信息公开非常可能影响其作出交易证券的决定,该信息就具有重大性。当信息符合重大性的要件时,内幕信息就形成,形成点也就确定。关于“非常可能”、“重大程度”的评判标准:“非常可能”是指该项非公开信息发生的可能,“重大程度”是指该事件在公司经营活动中所占的影响程度,除低发生可能性与低程度影响力的组合之外,其他组合均可以构成重大性^⑩。内幕信息的重大性是根据一般普通投资者对内幕

信息的理解,由于是基于普通投资者的正常视角,而不因行为人的资格、能力、地位等而有认识上的不同,因此内幕信息的重大性有其客观性。

事实上,证监会也同时采用“普通投资者标准”来对信息的重大性进行论述:无论审视以往年度记录,还是从粤富华高中级管理层、外界投资者主观认知上看,电厂分红在粤富华业绩构成中均占有相当大的比重。……此后协商达成的2006年度全额分红的方案,对投资者判断的影响就更为重大。……因此,本案中粤富华对珠海发电厂股权投资的分红方案符合内幕信息的“重要性”标准^①。

行政执法、刑事司法意义上重大性的审查主要基于上市公司公告的事项,其主要是来源于《证券法》《解释》的规定,依法需要披露的信息,应当在证监会指定的媒体发布,同时应将其置于公司、证券交易所,供社会公众查阅。也就是说,办案机关审查内幕信息的标准是否为公司法定披露事项的义务,因为存在着不是官方公告上的信息均不能视为法律规定上重大事项这一形式逻辑(前提是证监会对法定披露义务的发展与完备与内幕信息定义的范围几乎一致),否则就是对公司法定披露义务的违犯。

(二)内幕信息形式上基本确定

动议、筹划、决策或者执行人员影响内幕信息的形成,其动议、筹划、决策或者执行初始时间,应当认定为内幕信息的形成时。我国的“内幕信息敏感期”属于“形式性”的确定性概念,标准相较于“实质性”比较容易确定,具有很强意义上的操作性。

1. 多边事项实质进展说

2013年12月18日利德曼董秘牛某完成《德赛诊断系统投资价值初步分析报告》。2014年5月5日,利德曼聘请中介机构进场对德国德赛进行初步调研。6月18日,利德曼与德国德赛、华泰证券等重组参与方召开会议,就交易架构、下一步的工作安排等事项进行讨论,并形成备忘录。9月12日,利德曼召开董事会审议通过《关于现金收购德赛诊断系统公司25%股权和德赛诊断产品公司31%股权的议案》,属于重大事件并于9月15日公告。内幕信息形成时点不晚于2014年6月18日^②。马某时任利德曼公司董事,2014年6月19日,马某参加了公司董事会,在内幕信息敏感期内大量交易“利德曼”股票,交易时点与利德曼内幕信息形成及公开

过程基本一致。尽管6月18日未达成收购协议,但双方已经进行了实质性磋商,该信息对投资者决策会产生重大影响,所以此时内幕信息已经成立。

《解释》对于内幕信息形成时间基本采用了一项原则——“某事实发生的相关重大事项已经进入实质操作阶段并具有很大的实现可能性”,也就是说,当内幕信息相关事实已经进入实质操作阶段并具有很大实现可能性时,对于该事实的利用也足以造成证券市场交易公平的破坏。结合本案类型,以及其他重大投资行为、并购重组、合并、合同签订等多边行为,在谈判阶段,各方基本形成共识或签订并购意向书,就主要框架达成了一致,确立了最终谈判的框架,为最终谈判指明了方向,最终的信息及其形成的时间也就有了确定性。

2. 重大事项实质相同说

东方国信自2011年上市后收购多家公司,此后也在寻找对外投资和并购重组的对象。2014年1月21日,东方国信董事长管某等与杭州远传大股东徐某接触,商讨合作。2月12日,东方国信相关负责人受委托前往杭州远传,商讨收购的具体事宜。4月8日收市以后,东方国信向深交所申请停牌。次日停牌,东方国信召开资产重组项目协调会,确定了具体细节。4月18日,东方国信与上海屹通股东章某就合作意向进行了初步交流。5月7日,东方国信组织中介机构前往上海屹通尽调。5月底,东方国信召开杭州远传项目论证会,作出终止收购杭州远传项目的决定。此后,邢某电话通知杭州远传徐某,终止与公司的并购重组。5月30日,邢某与章某就框架性合作协议进行沟通,并就主要条款达成一致意见。7月7日,东方国信召开董事会,审议通过了发行股份及支付现金购买资产等相关议案。7月9日,东方国信复牌并发布公告,拟收购上海屹通100%的股份,属于重大事件。内幕信息敏感期为2014年2月12日至当年7月8日^③。

本案中,两起收购意向最终只有后一起促成,将内幕信息的形成定位于前一起收购事项的初步意向有其内在的合理性。东方国信作为一家上市公司,有着完善的现代化企业治理体系,并购重组是资本市场乃至经济体系中的常见现象,公司作为收购客体也是上市公司快速扩展的必经之路,东方国信对于对外投资和并购重组有着很长远的考虑,第一起收购案涉公司因成长性期待值不高而被

舍弃,但是公司发展既定目标并未就此停顿,进而极力促进第二起优质公司的收购。据此,在公司统一经营方针及发展规划内一以贯之的决策部署不受具体项目折戟而影响重大事项的形成。当然,此起内幕交易案件也是由于公司决策者外泄信息引发的,但内幕交易发生后并不能导致两起收购案被人为割裂,达不到内幕信息形成日的形式标准。该条规则可视为对第一条的补充说明,并不是具体的多边项目折戟就宣告信息的未产生,只是这种产生是根源于公司内部长期的经营方针及计划,不能因分属不同的具体项目而否定其中蕴含重大信息的一致性。

3. 重大事件成就说

2012年2月底,江西省地质局赣西大队项目负责人王瑞莘将《江西省宜丰县白市瓷石矿区详查地质报告》初稿交审。2012年3月15日,斯米克公司公告其子公司江西斯米克收到报告,报告称该矿瓷石资源储量约为3,164.88万吨,这与江西斯米克对花桥矿业进行增资时公告的64,051吨储量发生了重大变化^⑩。该信息因对证券价格有显著影响,而被认为属于《证券法》中的内幕信息。美国也发生过类似的案件,1963年11月8日,美国德州海湾硫磺公司开挖第1口探矿井,11月12日结束,经对矿样进行化验分析,是专家以前都未听说过的非常优质的矿样。法院认为,11月12日化验分析结果出来之时内幕信息即已成立^⑪。

《证券法》第六十七条、第七十五条对公司重大事项及内幕信息进行了界定,因为该法属于经济领域的法律规范,对于公司发展经营有预测,对于公司发生的对公司发展有影响的重大事件是无法预料和判断的,结合本案,证监会运用了其自由裁量权,认定其为内幕信息。本规则的适用应着眼于法律的兜底条款,诸如重大资源探明、重大研发成功等等,只要相关事项处于预期可得的状态即宣布信息已经形成。

4. 公司内部事项初步形成说

四川圣达内幕交易案中,四川圣达在编制年度报告过程之中,公司财务数据于2月3日就已基本确定,公司财务部门在汇总所有报表项目数据之后,形成了财务报表的初稿。财务报表初稿的内容与最终的年度报告主要内容一致,该报表一旦公布很可能会对公司股票价格产生重大影响,证监会认

定在财务数据基本确定并形成财务报表初稿时为内幕信息形成时间^⑫。炬华科技董事长丁某华于2014年2月25日、26日两次指示财务总监对利润分配进行测算,26日,财务总监将修改后的《分配预案2013参考(1)》发给丁某华。27日,证券事务代表发出召开董事会的通知。3月4日炬华科技召开董事会,讨论2013年年报等事项。3月5日,炬华科技公告2013年利润分配预案^⑬。本案的信息形成日应为分配方案的初稿形成。

上市公司按照《证券法》的要求必须按期公开的财务报表、财务资料、利润分配方案及其他会对公司财务造成重大影响的信息,重大财务信息主要由一方主体的行为形成,可将这一准则适用于公司内部决断(包括控股母子公司之间的投融资等事项)的事务,如再融资、经营方针调整、重要人事变动。需要注意的是,公司内部信息的形成是否要通过上级审批?如果答案是肯定的,也会延迟内幕信息的形成。

(三)内幕信息形成之日不因内幕交易行为人为获悉或使用为判断标准

United States v. Newman 案件^⑭有关两位证券管理人利用内幕信息交易未能成立内幕交易犯罪,两被告通过内部人士、分析员渠道从原先的内幕消息持有者获得信息,中间间隔有四个消息传递层次,而被告坚称他们不知道信息的来源,已有的证据显示类似版本的内幕消息是从分析员传递到两被告的。所以,考量每个在敏感期交易的人员是否符合短链的因果关系传递以及认识信息可靠性、机密性,亦符合信息后手向前手“补偿”原则。该案件在美国国内也引起了巨大的争议,贬褒不一。回应 Newman 案件,三个法案提案已提交美国国会: S702 阻止非法内幕交易法案(Reed-Menendez Bill), H. R.1625 内幕交易禁止法案(Himes Bill)以及 H. R.1173 禁止内幕交易法案(Lynch Bill)。美国众议院议员 Jim Himes 提交的内幕交易禁止法案(Himes Bill),当行为人拥有关于证券、证券互换产品和证券互换协议以及相关市场未公开重大信息的时候,假如行为人不顾信息获取的不正当性、交易构成信息使用的不正当性,任何人直接或间接交易这些产品都会被视为非法^⑮。

美国方案的变迁发展也正在向维护公平合理的证券市场,逐渐打破信义责任和信息来源责

任的框架,扩展内幕信息知情人及非法获得信息人的范围,这也进一步说明了内幕信息形成日的重要性和必要性。内幕信息是内幕信息持有人在参与、介入、辅助相关活动中形成的,不以内幕交易行为人的获悉或使用为要件,证监会2013年之前的处罚决定书会这样描述定案情形“×年×月×日至×月×日,朱某操作其账户累计买入某公司股票×股,累计卖出×股,扣除相关交易费用,实际获利×元”,用行为人交易证券的时间来适配内幕信息公开前的期间,回避了敏感期的认定问题。事实上,我们注意到行为人获取内幕信息的时间不会反过来去干扰内幕信息的形成,可以说在其获得内幕信息的时候,敏感期已经是客观事实。

五、结语

内幕信息敏感期的认定是办理内幕交易案件的关键点,应以信息是否具有重大性、确定性为判断依据。结合行政执法实践,我们可以将内幕信息分为几个类别,进而得出不同的评判标准。具体来讲,并购重组、重大投资、合并等多边事项在当事人就主要条件达成合意时确定,内幕信息形成;重大财务信息、再融资信息等内部事宜以公司职能机构初步形成即可。同时,我们还应结合个案来对敏感期作出认定。

由此可见,重建公众投资者对证券市场的信心,打击内幕交易刻不容缓。其中,对内幕信息敏感期问题进行研究显得尤为迫切和必要。如果没有完备的推理论证过程,那么对内幕交易行为人侦缉将难免挂一漏万,从而有悖于打击内幕交易的立法初衷。

注 释:

- ① 参见中国证监会行政处罚决定书(四环药业金峰、余梅)[2009]4号。
- ② 参见中国证监会行政处罚决定书(曹玉彬、曹玉军、栾玲)[2016]117号。
- ③ 参见中国证监会行政处罚决定书(吴香海、刘合军)[2015]87号。

- ④ 参见中国证监会行政处罚决定书(李根、王艳强)[2015]16号。
- ⑤ 参见中国证监会行政处罚决定书[2015]16-19号。
- ⑥ 参见中国证监会行政处罚决定书(姜永贵)[2010]23号。
- ⑦ 参见中国证监会行政处罚决定书(姜永贵)[2010]29号。
- ⑧ 参见中国证券监督管理委员会北京监管局行政处罚决定书(马彦文)[2016]5号。
- ⑨ 参见中国证券监督管理委员会北京监管局行政处罚决定书(秦宏伟)[2016]3号。
- ⑩ 参见中国证监会行政处罚决定书(王瑞莘)[2013]6号。
- ⑪ 参见401 F.2d 833。
- ⑫ 参见中国证监会行政处罚决定书(畚鑫麒)[2010]2号。
- ⑬ 参见中国证监会行政处罚决定书(潘荣伟)[2016]52号。
- ⑭ 参见 United States v. Newman, 773 F.3d 438(2d Cir.2014), cert.denied, 84 U.S.L.W.3170(U.S.Oct.5,2015) (No.15-137)。
- ⑮ 参见 Insider Trading Prohibition Act, H.R.1625, 114th Cong., §2(2015) (inserting § 16A(c)(2))。

参考文献:

- [1] 肖伟.内幕信息的价格敏感期析探[C]//郭锋.证券法律评论.北京:中国法制出版社,2015:39-46.
- [2] 郝山,陶永祺,卫绮骐.中国过于宽泛的内幕交易执法制度——法定授权和机构实践[J].交大法学,2014,(2):71-84.
- [3] 彭冰.内幕交易行政处罚案例研究[C]//证券法苑(第三卷).北京:法律出版社,2010:102-103.
- [4] 杜晶.论内幕信息“重大性”的一般判断和个案判断[C]//郭锋.证券法律评论.北京:中国法制出版社,2015:68-77.
- [5] 王涛.内幕信息敏感期的司法认定[J].中国刑事法杂志,2012,(11):61-62.
- [6] 毛建宇.司法解释明确内幕消息敏感期——专家称压缩内幕交易操作空间[N].中国证券报,2012-05-23.
- [7] 张心向.我国证券内幕交易行为之处罚现状分析[J].当代法学,2013,(4):48-58.
- [8] 邢会强.证券欺诈规制的实证研究[M].北京:中国法制出版社,2016:64.
- [9] 李有星,董德贤.证券内幕信息认定标准的探讨[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2009,(11):92-100.
- [10] 中国证监会行政处罚委员会.证券行政处罚案例判解(第1辑)[M].北京:法律出版社,2009:28-29.

(责任编辑:彭晶晶)

Empirical Research on the Judge of Sensitive Period of Insider Information

WU Xian-quan

(Haian County People's Government Office, Nantong Jiangsu 226600, China)

Abstract: In academic, there is always a question that it's necessary to definite sensitive period of insider information. The number of cases that use this concept in administrative law enforcement is increasing day by day. The failure to adopt this concept is a lack of key elements in the fact of law enforcement, which harm the effect of law enforcement. With the change of law enforcement environment and the realistic demand of law enforcement, identifying sensitive period has obvious practical value for punishing insider trading and purging securities market. Based on the actual condition of China's securities market, this article uses the method of empirical analysis. Combing the relevant academic point of view, it's an attempt to perfect the identification of sensitive period of insider information.

Key words: securities law; insider trading; sensitive period; administrative enforcement of law

(上接第33页)

Economic Growth, Urbanization and Urban-Rural Income Disparity

SONG Ling-yun

(College of Economics & Management, Guangxi Normal University, Guilin Guangxi 541004, China)

Abstract: Assuming that there is an inverted U-shaped relation between income disparity and economic growth as well as between income disparity and urbanization rate, we empirically test their relationship with the level and square of PGDP and urbanization rate as explanatory variables for income disparity. We find out that there is a long-term co-integration relation among the three. Economic growth always enlarges the income disparity with the deteriorating effect rising with time. Though the marginal effect of urbanization is ambiguous in the beginning, it turns out to be negative in the end, indicating that urbanization reduces income disparity. Purely pursuing economic growth enlarges income disparity. While, maintaining certain economic growth rate to provide work opportunities for newly increased labor force, we must accelerate the urbanization process so that the narrowing effect of urbanization will neutralize the enlarging effect of economic growth on income disparity and lead to urban-rural integration and harmonious social development.

Key words: economic growth; urbanization; urban-rural income disparity; panel co-integration