

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2015.01.017

我国刑法中“内幕信息”的认定研究

闻志强

(华东政法大学,上海 200042)

摘要:内幕信息应当被界定为对证券、期货交易活动具有重大影响且尚未公开的信息。内幕信息的特征和认定标准应当是未公开性和重要性。未公开性是针对内幕信息存在状态而言的,重要性则是指内幕信息自身所具有的重大价值和意义,即有可能对证券期货交易活动中的证券期货价格有显著的或曰重大的影响。未公开性的认定应当采取形式公开为主、实质公开为辅的标准,根据司法解释中的“内幕信息形成之时”和“内幕信息敏感期”认定公开时间和公开方式。重要性的认定应当由完全的“客观标准”向“主观标准”为主、“客观标准”为辅的主客观结合认定模式转变,即主要从一般理性投资者的立场来判断某一信息的重要性程度,而把某一信息对证券、期货市场特别是证券、期货交易价格的影响作为补充判断标准,但不以重大影响实际必然发生为条件。“相关性”和“确定性”不是内幕信息的判断标准,它们内在地被消解在重要性判断之中。依循权力分立制衡的法治精神,行政权和司法权的界分决定了在行政犯(罪)领域,行政监管机关对内幕信息内容和性质的行政性判断应当从属于司法机关的司法性判断,它仅仅是司法性判断的参考和借鉴,司法机关的司法性判断应当具有独立性和终局性,这是司法权彰显司法终局属性的必然要求。

关键词:内幕信息;未公开性;市场

中图分类号:D914 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2015)01-0112-12

内幕交易罪是我国金融犯罪中一个非常重要的罪名,也是证券期货金融市场和司法实践中一个多发、常发的犯罪。该罪客观行为方面的表现是行为人在获知内幕信息的基础上,自己或者通过他人实施相应的内幕交易行为,进而获取巨额利润或者避免损失,由此给广大投资者和证券、期货两大金融市场的正常、有序发展带来难以弥补的严重损害。可见,成立内幕交易罪的一个关键要素是行为人使用各种手段,包括合法的和非法的手段,获取内幕信息并加以利用以获利或避损。因此,认定行为人获取的信息是否属于刑法规定的“内幕信息”至关重要,这将直接决定行为人自己或者通过他人实施相应交易行为的定性——内幕交易犯罪成立与否,内幕信息的认定成为刑法理论和司法实务中一个非常值得关注和研究的重要问题,它包括内幕信息的具体内容和法定范围的界定、内幕信息的基

本特征和判断标准等问题。本文将根据我国刑法以及2012年3月最高人民法院、最高人民检察院联合发布的《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》),结合证券、期货两大金融市场的行政法律法规等对这一问题进行探讨,以期对准确理解和适用法律以指导司法实践合理界定内幕信息,有效打击内幕交易犯罪有所裨益。

一、比较法视野下的内幕信息法定范围的边界及其概念界定

究竟何为内幕信息,世界各国规定不一。简要考察和梳理大陆法系和英美法系几个主要发达国家的相关立法规定,有助于我们更全面地了解和把握内幕信息的法定范围,并以其为借鉴划定我国刑法中内幕信息的边界。美国作为英美法系典型的判例法国家之一和世界上金融市场法律规制最严密、

收稿日期:2014-10-05

作者简介:闻志强(1989-),男,河南信阳人,华东政法大学刑法学博士研究生,主要从事刑法学研究。

最完善的发达国家之一,其针对内幕交易行为和相关的违法犯罪制定了相当精密、复杂、庞大的法律制度和监管、制裁措施规定,主要包括1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1973年《非商业影响与腐败组织法》(Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act)、1984年《内幕交易制裁法》(Insider Trading Sanctions Act)、1988年《内幕交易与证券欺诈执行法》(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act)、1990年《证券法律执行救济法》(Securities Law Enforcement Remedies Act)、《证券执行救济与低价股票改革法》(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act)、2002年《公众公司会计改革与投资者保护法》和1936年开始施行并历经多次修改的《商品交易法》。系统考察美国针对内幕交易犯罪和内幕信息的规定可知,其并没有在法律上明确规定内幕信息的概念和具体范围,针对证券市场和期货市场上的内幕信息的界定也相应作了区分并采取分别立法的模式。内幕信息的法定边界主要是从判例法中由包括美国联邦最高法院在内的各级各地法院基于审判实践逐步建立、发展和完善起来的,它是美国司法实践经验的积累和结晶——内幕信息是指任何可能对某一(或某些)上市公司的证券价格产生实质性影响的、尚未公开的信息。它包括两个核心要素:实质性(Materiality)和秘密性(Confidentiality)。

欧盟作为当今世界最大的区域性政治经济一体化组织,对包括内幕交易犯罪在内的经济犯罪同样有着非常严密的法律体系规制,虽然其中有包括像英国在内的英美法系判例法国家,但总体而言,相应的成文化的立法活动仍然占据着主要地位。在《市场滥用指令》中,欧盟对内幕信息作了相对明确的规定:内幕信息是指那些尚未公开披露的,与一个或几个可转让证券的发行人,或与一种或几种可转让证券的准确情况有关的信息。如果该信息被公开披露的话,可能会对该证券的价格产生影响。细究之,这一规定反映出欧盟认定的内幕信息具有两个核心特征:“未被公开披露”的非公开性特征和“与证券发行人或证券的准确情况有关的”、“可能对该证券的价格产生影响的”重大性特征。

日本在《金融商品取引法》中对内幕信息作了如下规定:所谓内幕信息,是指与上市公司业务或

者其他问题有关的重要事实,具体包括上市公司业务执行决策机关决定的重要事实、有关上市公司销售额、经常性利润以及纯利润变动的重要事实、有关上市公司运营、业务、财产且对投资者判断有显著影响的重要事实等。^{[1](P165)}从上述法律规定中可以发现,日本对内幕信息的核心特征认定为两点:一是与上市公司业务或者其他问题有关的重要事实,并采取列举法予以明确;二是对投资者判断有显著影响的重要事实。归结为一点就是内幕信息的重大影响特征,即关涉上市公司业务或者其他问题且对投资者判断有显著影响的重要信息。

总的来看,不管是大陆法系国家还是英美法系国家几乎都对内幕交易行为作了较为完备的立法规定,但是在这些立法规定中,对内幕信息作出明确规定的却不多。大体而言,国外立法对于“内幕信息”的界定,以美国、欧盟、日本等金融发达国家为考察对象,基本采用具有广阔外延的概括式名词短语,如美国的“实质性的未公开信息”、英国的“未公开的股价敏感信息”等。与此同时,为数不少的国家则是通过司法实践积累、形成和完善这些基本定义的具体内容和操作规则的。

反观我国有关内幕交易犯罪的刑事立法,仅见于刑法第180条的规定,但它并没有明确规定究竟何为内幕信息,即内幕信息的概念并没有为刑法法条所直接反映。该条第3款仅规定:“内幕信息、知情人员的范围,依照法律、行政法规的规定确定。”这表明内幕交易罪作为典型的法定犯、行政犯,必须借助行政法中的证券、期货等相关法律法规有关内幕信息的规定,才能确定成立该罪客观要素之一的内幕信息的含义和范围。

综合考察我国有关内幕信息的立法规定,主要包括《股票发行与交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《证券法》、《期货交易管理条例》等行政法律法规。《证券法》颁布施行后,此前的《股票发行与交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》继续有效。前三个规定主要是针对证券交易而言的,适用对象主要是上市公司。概括起来,证券交易活动中包括的内幕信息主要有三大类:一是与上市公司重大事件相关的信息,如《证券法》第67条第二款中的第(一)至(十一)项;二是与上市公司重要决策或行为相关的信息,如《证券法》

第75条第二款第(二)至(七)项;三是国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息,如《证券法》第67条第二款第(十二)项和第75条第二款第(八)项。这两项规定作为兜底性条款,实际上赋予了证监会根据有关内幕交易和内幕信息的行政法律、法规、规章等行政法律规范,认定某一信息是否属于内幕信息的行政立法权、解释权和执法权,其中主要的是行政立法权和行政解释权。比较有关期货内幕信息和证券内幕信息的法律规定可知,在具体内容上,二者存在较大差异:前者具有概括性,远没有后者规定的那么详细、明确。前者主要表现为期货监管部门以及相关行政部门对于期货及其对应的现货所指定的政策以及与期货供求关系有关的重大交易信息。^{[1](P165)}综合考察我国上述刑事法律和行政法律、法规等的规定,在认真比较、参考和借鉴美欧日等西方金融市场发达、法律规制严密的立法和司法经验的基础上,通过比对其“共识重叠”部分内容,笔者认为可以将内幕信息界定为对证券、期货交易活动具有重大影响且尚未公开的信息。其中,“证券期货交易活动”包括证券的发行、证券的买入或卖出等证券交易活动和期货交易活动;“有重大影响”主要指对上述证券期货交易活动中证券期货交易价格的影响。“尚未公开”则指明该信息的性质——非公开性和处于秘密状态,这主要是针对不特定的对象——证券期货市场上的广大投资者和秘密期限——内幕信息形成后尚未公开前的时间段而言的。

二、内幕信息的特征——基于国内外立法规定和理论观点的梳理与分析

内幕信息作为内幕交易罪的犯罪对象应当具备哪些特征,国内外相关理论研究和司法实践中的认定标准不尽一致,主要观点和内容如下:

美国法律规定和司法实践认定内幕信息的成立必须具备两大要素:实质性和秘密性。所谓秘密性是指该信息尚未被普通投资者所知悉,它是相对于有效公开的信息而言。有效公开是指向证券监管机构或证券交易所报告,或在公共媒体上公布。^{[1](P164)}所谓实质性是指该信息公开后,会影响到投资者是否愿意以当前的价格购买或出售该证券。也就是说判断某个信息是否具有“实质性”,应当以该信息能否影响包括“投机”和“保守”投资者的合理的投资

判断为标准。^[2]美国联邦最高法院在 TSC v. Northway 案与 Basic v. Levinson 案的法院意见中指出:一项未经公开的信息是否属于内幕信息,关键在于判断,作为一位理性的投资人,在知道该项信息之后是否非常有可能认为此项信息对其投资决定产生重要影响;机械且缺乏弹性的内幕信息认定标准无法根据实际需要作出判断;从整体上判断,内幕信息的认定应当结合事情发生的概率与在上市公司整体活动中的影响程度两项因素综合分析。^{[1](P165)}这实际上意味着美国司法实践认定的内幕信息特征是秘密性和实质性,而且在具体认定实质性的标准上更倾向于采用主观标准,即以证券期货金融市场上包括“投机”和“保守”投资者在内的所有投资者对相应信息获知后的市场反应及其合理的投资判断为主要判断标准。欧盟制定的《市场滥用指令》则认为内幕信息应当包括以下四个特征:一是信息尚未公开披露;二是信息真实、准确;三是信息必须与可转让证券发行人或可转让证券的情况有关;四是信息必须影响到证券市场的价格波动。^[3]

我国刑法学界和司法实务界对内幕信息的特征认定主要有以下三种观点:

一是“两特征说”。该观点认为内幕信息的特征是秘密性和重要性。^{[4][5]}有论者又称之为未公开性和敏感性。^[6]

二是“三特征说”。持该观点的论者对于内幕信息的特征的认识不尽相同,有的认为是内幕人员知悉性、未公开性、价格敏感性,^[7]有的认为是相关性、未公开性、重要性,^[8]还有的认为是未公开性、重大性和确切性。^[9]

三是“四特征说”。持该观点的论者对于内幕信息的特征的认识也有区别。有的认为必须具备四个条件:一是尚未公开;二是真实、准确;三是与可转让证券、期货发行人或证券、期货有关;四是对证券、期货市场价格波动有影响。^[10]有的认为应当具备重要性、未公开性、相关性、准确性。^[11]还有的认为应具备秘密性、重要性、真实性、关联性。^[12]

针对这一问题,结合我国刑法和行政法规等有关内幕信息的规定,并严格把握内幕信息的前述定义,笔者认为内幕信息的特征应该具备未公开性和重要性两个特征。未公开性是针对内幕信息的存在状态而言的,本质上表明其是不为社会公众所

知的,在未公开前属于保密状态,且未公开前的人员知晓范围只限于法定内幕信息知悉人员。重要性则是指内幕信息自身所具有的重大价值和意义,即有可能对证券期货交易活动中的证券期货价格有重大的影响。从理论上讲,对重要性的判断应当是客观的,但实际上这种判断得出的结论只是可能发生,而非必然发生。因此,在司法实践中还必须结合行为人的内幕交易行为对证券期货市场上的广大投资者的投资判断的影响,综合考虑和认定某一信息是否实质上具备了重要性特征,进而需要刑法加以保护而成为刑法意义上的内幕信息。至于不少学者提出的内幕信息必须具备明确性、关联性等特征,笔者认为这些仅能作为学理上的探讨和研究结论,对于司法实践和金融市场交易要求的简便、迅速和快捷而言并不具有实际意义,它们或多或少地包含、消解在未公开性和重要性两个特征之中,尤其是与重要性的判断休戚相关。

三、内幕信息的认定标准研究

内幕信息具备未公开性和重要性两大特征,但在司法实践中究竟如何认定?具体判断的依据和标准又是什么?将上述理论思考和相应的结论转化为司法适用标准并切实运用到司法实践中以解决实际问题,是我们必须高度重视和深入研究的。对此,笔者认为上述问题可以具体细化,以真正确立认定内幕信息的具体判断标准。一是针对“未公开性”特征的理解和认定,包括内幕信息公开和未公开的界限、有关内幕交易罪的最新司法解释提出的“内幕信息敏感期”的判断、内幕信息公开的具体时间和具体方式的认定。二是针对“重要性”特征的理解和认定,包括重要性的判断标准应当采用绝对的客观标准还是主观标准抑或是主客观标准相结合;内幕信息的重要性集中体现在对证券期货交易价格的影响上,那么这种影响究竟是必须发生的,还是可能发生的,以此厘定重要性与确定性的关系;内幕信息是否必须达到明确无误才能认定,行为人获取的内容不确定、对证券期货交易价格影响不能明确判断的未公开信息究竟能否被认定为“内幕信息”,以此廓清重要性与明确性的界限。

(一)内幕信息的“未公开性”认定研究

内幕信息的未公开性是指该信息尚未公开,没有被证券期货市场上广大投资者所知悉,在公开前仅限法定知悉人员获知的秘密状态。根据刑法第

180条的规定,内幕信息知情人员和非法获取内幕信息的人员只有在内幕信息公开前,实施相应的证券期货交易活动才能构成内幕交易罪。如果内幕信息一旦经过合法程序予以披露,则上述行为人实施相应的证券期货交易活动便成为法律容许的行为,是合法的。因此,内幕信息公开与否,即内幕信息公开的时间和方式就成为行为人出入罪的关键区分点,也成为认定某一信息是否符合内幕信息未公开性特征的判断依据。

对于如何判断内幕信息是否已经公开,以美国为代表的西方金融市场治理完善的国家存在一种比较流行的理论学说——有效资本市场理论(Efficient Capital Markets Theory)。根据该理论,在一个有效的资本市场中,价格充分地反映了与上市公司有关的市场上的可获取信息。^[13]当某项信息一旦被相当数量的投资者知悉时,相关公司的证券、期货价格便会很快地发生变动,或涨或跌,从而来反映证券、期货公司对市场这种信息的感受与反应。也就是说,当某项信息对证券、期货市场能产生有效影响时,该信息便被认为已经属于公开的消息。反之,则仍属于尚未公开的信息。^{[14][15]}但是将这种理论运用于内幕交易罪的司法实践,需要一定的基础和前提,即必须对某一国或地区涉案证券特定时间内的交易价格、交易量以及历史交易数据进行全面统计和对比分析,通过经济学分析的方法得出涉案内幕信息是否已经公开。考察我国证券、期货两大金融市场的发展历程和轨迹,相关立法并不健全和成熟,司法实践亦在摸索中前进,对这一理论的认识和理解还不够深入。相应地,深交所和上交所两大证券交易所以及证监会等机构和部门也没有达到与西方发达国家金融市场监管水平和条件相当的程度,在数据的监测、分析能力和条件等方面也存在差距。将有效资本市场理论运用于我国的司法实践还存在不小的障碍和难题。因此,我国立法规定和司法解释都没有采纳该理论来判断内幕信息的公开与否,我们也无法以此为据作为司法实践判断内幕信息未公开性的标准,但这一理论为我们提供了一些判断标准建构的参考和借鉴,值得深入研究。

针对内幕信息公开的标准,我国刑法理论界和司法实务界主要有两种观点或标准:一是实质公开标准;二是形式公开标准。前者认为判断信息是否

已经或实际公开,应当以该信息是否实际为市场消化为标准,其目的在于保障广大投资者的平等知情权,从而保障交易的公平性。因此,从内幕信息公布之时起到市场传播、消化、分析,进而引起证券期货交易价格波动,影响相关交易的这段时间都在内幕信息未公开期间内,如果内幕信息知情人员在该段时间内进行相关交易活动,仍构成内幕交易罪。上述的有效资本市场理论实质上也是以实质公开标准作为内幕信息公开的标准,只不过在其具体认定中加入了客观比较因素,使其更具客观性和合理性。后者则认为内幕信息公开指向的是所有证券期货市场上的投资者,每个投资者对信息的接受能力、分析条件和能力以及敏感性程度千差万别,不可能完全一致,因此采用实质标准来考量内幕信息是否已经或实际公开是不公平的,实践中也是无法操作的,应当以法定的形式标准衡量内幕信息是否已经公开,在这种统一的标准下,对内幕信息公开时间的认定更合理,也容易在司法实践中具体操作和执行。考察一些主要的金融市场发达国家的司法实践,美国等判例法国家一般采取实质公开标准,而日本、韩国等国家则采取了形式公开标准。我国证券期货行政监管规定和相应的理论研究主要有三种观点:一是通过全国性的新闻媒介公布该信息;二是通过新闻发布会公布信息;三是市场消化了该信息,即市场对该信息已经作出反应。^[14]在上述时间节点之前的内幕信息都属于未公开状态。这些观点实际上也分别归属于实质公开标准和形式公开标准,只是具体化为公开的形式问题。

那么哪种标准更合理呢?笔者认为实质公开标准和形式公开标准各有优劣,前者更注重保障广大投资者的平等知情权,并且根据个案情况具体问题具体分析,其公平性显而易见;后者则更注重司法实践操作,标准可量化而且明确、统一,容易为司法机关理解和适用。从理论上讲,考虑到内幕交易犯罪的异质性和证券期货金融市场运作的特殊性,应当结合二者考察认定内幕信息公开与否,并以形式公开标准为主要判断依据。依据这一标准,在现有法律规定下,内幕信息的公开与否应当主要从两个方面来判断:一是公开的时间节点,即内幕信息究竟在什么时间内是未公开的,什么时间内不再处于秘密状态而成为公共性的公开披露信息;二是公开

的具体方式,即通过什么方式、什么程序才能保障和认定内幕信息公开的合法性。针对这两个问题,我国《证券法》第70条规定:“依法必须披露的信息,应当在国务院证券监督管理机构指定的媒体发布,同时将其置备于公司住所、证券交易所,供社会公众查阅。”《解释》上述第五条第一款规定:“本解释所称‘内幕信息敏感期’是指内幕信息自形成至公开的期间。”同条第四款规定:“内幕信息的公开,是指内幕信息在国务院证券、期货监督管理机构指定的报刊、网站等媒体披露。”即内幕信息的公布和公开应以相关信息和文件刊登在我国证监会指定的媒体上为准。这就意味着我国法律认定内幕信息公开的标准实际上是形式公开标准,即内幕信息公开的时间点为在证监会指定的报刊、网站等媒体上公布之日,内幕信息公开的方式为在证监会指定的报刊、网站等媒体披露,其中“报刊”是指所谓的“七报一刊”:《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》、《金融时报》、《经济日报》、《中国改革报》、《中国日报》和《证券市场周刊》,指定的网站包括巨潮网站(www.cninfo.com.cn, 深圳证券交易所指定网站)和上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)。如有其他报刊、网站等媒介也披露相应的信息,按照规定是不应早于上述法定报刊和网站的;反之,则不符合法定的内幕信息公开方式和时间,内幕信息仍具备未公开性。

由此可以认为,在内幕信息于上述法定未公开的时间段内,行为人从事相关的证券期货交易活动构成内幕交易罪;在内幕信息于上述法定期限内没有在法定媒体上公布时,行为人实施相应交易活动亦构成内幕交易罪。因此,判断内幕信息是否已经公开,主要标准是形式公开标准,主要依据是公开的时间点和公开的方式。任何不符合上述两个判断依据的,都不属于法定的内幕信息公开如果行为人实施相应的证券期货交易活动仍构成内幕交易罪。

当然,采用形式公开为主的标准在保障投资者的平等知情权方面是存在一定问题的,尤其是对那些尚未获知内幕信息的非内幕人员而言更是如此。内幕信息知悉人员虽然在内幕信息通过法定方式于法定公开时间后,从事相关的交易行为并不违法或构成犯罪,但实际上这些人员利用了自己先获得信息的优势,比普通投资者更明确应否从事相应交

易行为,进而避免损失甚至获取巨大利益,而普通投资者在消化、分析这些信息之后,很可能已经丧失了最佳的交易机会和时间,因而仍然存在较为明显的不公平。解决这一问题,需要在采取形式公开标准的同时,结合个案赋予司法机关一定的自由裁量权,以便于在疑难复杂案件中明确内幕信息的实质公开。笔者认为,在坚持、恪守罪刑法定原则和刑法明文规定的前提下,需要对相关的行政法律法规做出修改和完善,以保证内幕信息知悉人员和普通投资者在内幕信息公开后利用这一信息进行相应交易上的公平性。例如,《证券法》第45条规定,为上市公司出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的证券服务机构和人员,自接受上市公司委托之日起至上述文件公开后5日内,不得买卖该种股票。这在某种意义上似乎意味着上述文件公开5日后,证券市场上的普通投资者已经消化了该信息,在满5日后实施相应的交易行为,行为人无论是已经获知内幕信息的人员还是市场上的普通投资者,都是基于自己的判断和分析做出的,因而在一定程度上保障了所有交易者的平等知情权和相应交易行为的公平性。这在根本上体现和践行了实质公开标准,也是对证券、期货金融市场的“三公原则”中的公平和公正的彰显和体现。

因此,从长远看,在目前坚持形式公开判断标准为主的基础上,笔者认为应当适当兼顾实质公开的认定标准,结合现有行政法律法规规定的内幕信息公开的时间和方式,对实践中的内幕信息公开后所需的合理的分析和消化时间,在做好数据监测、统计和理性分析的基础上,做出进一步明确的法律规定,使得提前知晓内幕信息的人员和内幕信息公开后获知的普通投资者能在分析和消化信息方面基本保持公平,从而弥补普通投资者获知信息延迟的缺陷,最终建立起完善的形式标准与实质标准兼顾的法律规定和司法认定模式,以最大限度地减少内幕交易带来的利益,并在增大实施内幕交易风险的同时遏制内幕交易犯罪的滋生和增长,促进证券、期货两大金融市场的持续、快速、健康发展。

(二)“内幕信息敏感期”和“内幕信息形成之时”的认定研究

1. “内幕信息敏感期”的认定

上述《解释》第五条第一款规定:“本解释所称‘内幕信息敏感期’是指内幕信息自形成至公开的

期间。”那么应当如何理解和认定“内幕信息敏感期”呢?该解释在起草和审议过程中存在不同观点。一种观点认为“内幕信息敏感期”应当是一个时间点;另一种观点则认为“内幕信息敏感期”应当是一个时间段。前者认为公开就是社会公众知悉的时刻,一旦公开,就谈不上敏感的问题,建议将“形成至公开的期间”修改为“形成至公开之前的期间”。^[15]后者认为《解释》第5条第1款“形成至公开的期间”的核心词汇是“期间”,公开只是一个点,公开之后,就不在此期限之内,因此“形成至公开的期间”的表述不至于造成混乱。“公开之前”表达的则是一个时段,“至公开之前”表述的期间模糊不定,在逻辑上欠缺严谨。^[15]

对此,笔者赞同后一种观点,即“内幕信息敏感期”理解为一个时间段是合适的、正确的。从法条的形式规定来看,“内幕信息敏感期”是内幕信息由不公开状态到公开状态所经历的期间,是一个时间段。它起于内幕信息形成之时,终于内幕信息公开之时,是两个时间点之间的期限,而不仅仅是一个时间点——内幕信息公开之时的状态瞬间转换。

此外,针对本条规定的“内幕信息敏感期”的截止期也存在一定争议。有论者认为内幕信息在公布后的较短时间内难以反馈至广大股民,内幕信息的一部分影响力仍然存在,应当从实质影响力上把握内幕信息敏感期的截止期,建议将截止期延至内幕信息公布后的12~24小时。^[15]这个问题的实质不仅仅是“内幕信息敏感期”截止期的认定问题,而且是内幕信息公开的认定问题。对于内幕信息敏感期的截止期认定其实就是内幕信息公开的时间和方式问题,二者是同一个问题的“一体两面”。前已论述内幕信息的公开必须在法定时间通过法定方式操作,否则内幕信息依然处于不公开状态,即处在“内幕信息敏感期”。在此不再赘述。

2. “内幕信息形成之时”的认定

上述《解释》第五条第二款规定:“证券法第六十七条第二款所列‘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之时。”第三款规定:“影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员,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之时。”即《解释》对“内幕信息敏感期”的认定做了规定,并对“内幕信息形成之时”的认定区分了一般情况和特殊情况。

一般情况下,内幕信息形成的时间与《证券法》相关规定一致,即与《证券法》第六十七条第二款、第七十五条规定的可能对上市公司股票价格产生重大影响的“重大事件”、“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”的形成时间是一致的。特殊情况下,则要看相关的证券、期货交易主体对市场预期判断的主要依据是什么。由于影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员对其行为所带来的市场影响具有较高的确信度,且该类人员往往是在“重大事件”、“计划”、“方案”、“政策”和“决定”形成时间之前就从事相关证券、期货交易的,所以其动议、筹划、决策或者执行的初始时间应当认定为内幕信息的形成之时。需要指出的是,内幕信息自身并不是在某一时刻、某一瞬间即时形成的,而是在社会实践中形成的,一般都要经历一个比较漫长的发展、积累、变化过程,特别是在涉及上市公司的内幕信息形成认定过程中更是如此。因此,单纯从未公开的状态这一角度出发,并不能深刻、全面地揭示内幕信息的根本内涵,同样也无法合理、准确地界定内幕信息的形成时间,这其中更多必须依赖“重要性”的判断来具体认定。此外,内幕信息所具备的与证券、期货交易价格乃至整个证券、期货交易市场的关联性以及自身在形成、变化、发展过程中所呈现的不同状态所具有的不稳定性、不确切性也会影响对形成时间的判断。

结合前述司法解释的具体规定和分析,笔者认为一般情况下判断内幕信息形成之时只需依照《证券法》第六十七条第二款、第七十五条规定的可能对上市公司股票价格产生重大影响的“重大事件”、“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”的形成时间为准,而且这些“重大事件”、“计划”、“方案”、“政策”、“决定”等形成的时间一般也都较为明确,理论上和实践中异议不大,这是认定内幕信息形成时间的基本原则。例外情形下,则要依据内幕信息的“重要性”特征认定进行具体的、个别的特殊个案判断,这其中还掺杂着内幕信息的相关性和确定性判断等

问题,需要根据个案的具体情形具体分析。此时,主要的判断依据是相关的证券、期货交易主体实施相关交易行为的主要根据,即其对市场预期的立场判断是否基于获知或利用这一内幕信息。如果答案是肯定的,则内幕信息形成时间可能在很大程度上提前;否则仍需依照一般情形下的认定原则进行判断。内幕信息“重要性”的认定对内幕信息形成时间认定的影响显而易见,准确认定内幕信息的重要性将在很大程度上影响甚至决定内幕信息形成时间的判断,二者内在地存在一定的制约关系。

(三)内幕信息的“重要性”认定研究

认定某一信息是否属于内幕信息,一个核心点就在于其重要程度或曰实际影响力,即在于其公开后对证券、期货交易市场中的交易价格的影响程度。世界各国和地区立法、司法对于内幕信息重要性的认定方法主要有两种:一种是在法律中做出明确的列举性规定,如英国、我国台湾地区和香港地区等;另一种是通过司法实践积累、总结的判例对重要性的认定形成操作细则,如美国。在美国,所谓内幕信息的重要性是用“实质性”来指称的,对“实质性”的判断是通过司法实践中的判例逐渐积累形成的。典型的案例主要有三个:一是SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.案,该案将“实质性”标准认定为该信息是否对一个“通情达理”之人而非仅仅是一个“谨慎”或“保守”的投资人的投资决定起到影响;二是TSC v. Northway案,它认为一项具有“实质性”的事实,并不要求其重要性达到可能导致理性的消费者改变其投票结果的程度,而只要求可能性;三是Basic v. Levinson案,它强调一旦声明否认存在任何议论,则本身不属于“实质性”的议论也会因此而具有“实质性”。归纳起来,美国在认定某项事实或者信息是否符合或达到“实质性”标准的考量因素主要有四个:获悉信息之人的态度;证券市场的反应;信息的来源;信息的确定性。这些经验和做法值得我国在具体把握和认定“重要性”时借鉴和参考。

结合前述我国相关刑事、行政法律法规规定,我国现行的内幕信息重要性的认定方法属于上述两种做法中的第一种,即通过法律、行政法规明确的列举性条款,较为详细地规定了哪些信息属于内幕信息,并要求这些信息对证券期货交易价格有重大影响,同时对“重大事件”通过列举性条款作了明

确规定。应当说我国《刑法》和《证券法》对内幕信息的范围规定使用概括加列举的方式在教学和司法实践中具有相当的可操作性,优点确实可圈可点,但也存在某一信息不明确属于列举规定时还需进一步判断的问题,而可判断的标准法律并没有规定,这在司法实践遭遇新的问题时表现得更为明显。因此,在使用列举条款明确规定哪些属于“重大事件”以判断某一信息的重要性的同时,还必须从理论上建立明确的重要性认定和判断标准以拾遗补缺、防患于未然。针对内幕信息的重要性认定标准问题,笔者认为我国现行法律规定的重要性认定属于完全的“客观标准”,即过于注重从客观影响角度把某一信息对证券、期货市场特别是证券、期货交易价格的影响作为唯一判断标准,甚至还在法律规定上要求这一影响必须实际地必然发生,而完全忽视市场上最重要的投资者的主观感受和由此引发的投资判断等市场反应对于某一信息重要性判断所具有的重要表征和指引,因此存在不可忽视和难以弥补的缺陷,有必要在认定内幕信息重要性的标准上由完全的“客观标准”向“主观标准”为主、“客观标准”为辅的主客观标准相结合认定模式转变,可以考虑主要从一般理性投资者的立场来判断某一信息的重要性程度,而把某一信息对证券、期货市场特别是证券、期货交易价格的影响作为补充判断标准。

需要指出的是,我国现行有关内幕信息的立法略显粗糙,且内部存在冲突和矛盾:《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条不以(内幕信息对证券价格的)“重大影响”的实际发生为必要,只要求可能影响;而《证券法》第75条和《内幕交易认定指引(试行)》第7条则要求实际发生。从法律效力层级和认定的基本原则——“新法优于旧法、后法优于前法”上看,《禁止证券欺诈行为暂行办法》在效力层级上低于《证券法》,且已经被废止,其确立的不以信息的重大影响实际发生为必要的规定亦已失效。基于现行有效的法律法规规定,内幕信息的重要性认定需要以其重大影响的实际发生为必要。但是,按照前述笔者主张的主观标准为主、客观标准为辅的认定标准,这一规定是否合理妥当呢?即内幕信息重要性的认定到底需不需要以其重大影响的实际发生为必要呢?这一问题在重要性的认定中值得我们思考和研究。

基于现行立法的规定,在上述完全客观标准尚无法于短期内有效改变的现状下,针对内幕信息的重要性认定是否以重大影响实际发生为必要这一问题,笔者认为:内幕交易行为的构成并不以行为人获取实际利益为必要,这在“建议行为”方式上表现得最为明显,因此内幕信息也不应以重大影响的实际发生为必要,因为实际上这些不确定的信息只能是可能有影响,并随着证券市场的合理波动与投资者的心理预期等产生不同的结果,其是否绝对属于内幕信息并不是一成不变的,而是处在一个剧烈波动的范围内。例如,某一公司的收购行为或者即将与其他公司合并上市等行为一般都会引起公司股价上涨、升值等剧烈变动,对于公司和公司股票持有人来说都是利好消息,一旦有关公司收购、上市的信息被行为人知晓,行为人很可能利用信息优势提前买进某只股票,坐等收益;如果上述相关信息被提前泄露,很容易导致抢购风潮,反而会会引起股市震荡,波及公司的自身利益,正所谓“物极必反”,这在上市公司中表现得较为明显。但是一般有关收购、上市等行为的完成并不是一朝一夕之事,这其中存在很多不确定性,收购公司与被收购公司的谈判既有一拍即合的好消息,也有收购与反收购的商场战争甚至收购流产、失败等坏消息,“借壳上市”的对象选择也存在着不确定性,行为人在某一时段所获取的消息究竟能否真正成为内幕信息不得而知,但是如果行为人将获知的这些不确定消息再向其他人传播并建议其买入或卖出相关股票,本身的行为已经扰乱了正常的稳定的金融市场秩序和其他投资者正常的理性判断,这实际上已经对立法设立内幕交易罪所要保护的法益产生了威胁甚至实际的损害,任由这些所谓不确定但实际上可能对证券市场价格产生重大影响并扰乱证券市场秩序和投资者理性判断的信息在证券市场上传播、扩散将贻害无穷,也会使得刑法打击内幕交易犯罪显得滞后和乏力。因此,将上述所谓不确定的信息或者确定但尚未产生实际重大影响的信息纳入到内幕信息重要性的判断范围内是非常必要的。此外,证券、期货市场价格受多种因素影响,包括宏观因素和微观因素,如果坚持采用重大影响“实际发生”的标准,有可能会产生同一信息在不同案件中因价格影响的不同以及影响实际发生与否造成不同的

认定结论,进而可能出现司法不一致甚至截然相反的判决,这将有损司法公正,导致“同案不同判”、“同一信息不同结论”。综上所述,笔者认为内幕信息重要性的认定不应以重大影响实际地必然发生为必要条件。

四、内幕信息的认定应当排除“相关性”和“确定性”要求

如前所述,在我国刑法理论界有关内幕信息的特征和标准问题上,有论者认为内幕信息必须与证券、期货交易价格具有关联性,而且要明确无误,即内幕信息的成立必须具备所谓的“相关性”和“确定性”,否则仅仅具备“未公开性”和“重要性”的信息并不是内幕信息。这一论点实际上是认为有必要区别和划分重要性与相关性、确定性的关系。

关于这一论点,笔者并不赞同。所谓“相关性”无非是指内幕信息的内容必须与证券期货交易价格直接相关联,这其实是一种较为表面化的认识。在内幕信息重要性特征的判断中,其实已经蕴含了对相关性的判断,而且某些信息的重要性并不是显性的直接与公司的财务、经营等相关,可能会通过其他较为隐蔽的间接方式展现出来,一味要求相关性可能会排除掉这类带有重要性的信息而让行为人钻了法律的漏洞,从而逃避刑事处罚。从法律规定上来看,相关性的判断带有可能性而非必然性,比如受到政策变化、立法变动等不可控的即时因素影响,如1993年4月22日国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》第60条第(九)项规定:新颁布的法律、法规、政策、规章等,可能对公司的经营有显著影响;1993年9月2日国务院证券管理委员会颁布实施的《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条第2款第(九)项规定:可能对证券市场价格有显著影响的国家政策变化。从社会现实来看,国家在特定区域、行业、时间内的某些政策调整,特别是银行等金融领域、行政机构的财政、货币政策调整,会对某一类甚至某几个特殊行业、领域内的公司、企业的股票价格产生直接或间接的重大影响,但并不一定能及时、直接地反映在公司的财务或者生产经营状况上,如果硬性地要求内幕信息必须具备所谓形式上直接的“相关性”,将会导致上述这类外部信息无法被认定为内幕信息,而这种信息一旦被行为人知晓或利用,实际上带来的获益或者避损及其产

生的社会危害并不一定小。此外,相关性的判断过于依赖法条规定,容易产生形式化、表面化问题,在采用列举性条款规定的同时,难免挂一漏万。在重要性特征的判断中,包含着相关性的判断,硬性将二者区分,容易造成认定上的重复,也不利于司法实践的便捷操作。因此,笔者不赞同内幕信息的认定需要所谓的“相关性”特征,相关性的判断可以与重要性特征的认定结合,并在重要性特征的认定中完成和实现。

关于内幕信息的确定性问题,“在我国现行证券立法中未予规范,但在理论和实践中均成为争议的焦点”。^[16]“关于确定性是否独立地作为内幕信息的一个构成要素,域外做法可以分成两大类。一是以美国、日本、加拿大、澳大利亚为代表的法域,内幕信息的构成要素有两个,即非公开性和重大性。它们不将甚至明确反对将确定性作为内幕信息的一项独立的构成要素,而是将确定性所要考量的问题并入到重大性当中一并考量。以下称这种模式为‘并入考量模式’。二是以欧盟、我国香港和台湾地区为代表的法域,除了非公开性和重大性之外,还将确定性作为内幕信息的一个独立的构成要素,并加以单独考量。以下称这种模式为‘单独考量模式’。”^[17]系统考察“单独考量模式”和“并入考量模式”的形成原因、实施效果和法律逻辑,笔者认为,将确定性判断融汇到重要性判断中的“并入考量模式”是合理可行的,“这样既可实现确定性要素所承载的使命,而且更加经济高效,避免争议”。^[18]实际上,内幕信息从初始形态直至最终完全形成,始终处于一个不稳定的状态,特别是在公司收购、借壳上市等一些对证券价格影响较大的事件中表现得更为明显。行为人在获知某一公司即将实施收购或者被收购、即将借某公司的“壳”上市等非公开信息时,并不能准确判断究竟是哪家公司将受益或遭受损失。此时,信息的不确定状态是很明显的,那么这是否意味着这类信息由于存在不确定性就不属于内幕信息呢?对此,笔者认为,内幕信息本身是否清晰并不仅仅是内容的明确程度问题,本质上是其到底对证券期货交易价格有无影响、有多大程度影响的重要性判断问题。如果一个信息模糊到任何人获知后都无法做出准确的判断,即使后来证实是利好消息,基于一个理性投资者的立场考虑,一般人都

不可能利用这种信息实施相应的交易行为,因为风险太大;如果一个消息明确到任何人获知后都会做出相应的买入或卖出交易行为以获利或避损,那么这种信息的重要性程度已经无需司法者判断了,属于内幕信息无疑。但是,复杂多变的证券、期货金融市场是否能够提供绝对清楚或者绝对不清楚的信息呢?答案是肯定的,只是这样的信息未免太少,绝大部分信息都处于这两种极端状态之间。这些处于模糊与清晰两个极端之间的信息才是司法实践中认定的难点,不确定性本身并不能排除某些信息的重要性影响或价值,如果基于一个理性投资者的判断,获知、利用这种信息将会获利或避损,那么这种信息由于具备了重要性特征,自然属于内幕信息,但它并不一定是准确无误、确切无疑的。

因此,看似不确定的信息,如果具备了重要性特征,仍然属于内幕信息,这不仅不会使内幕信息的认定存在偏差或遗漏,而且也不会把那些毫无根据、捕风捉影甚至是某些想象、猜测、推测的信息涵盖进来,因为这些不确定的内幕信息在经由重要性判断时已经被过滤掉。确定性判断不被作为独立的认定标准,而是融汇、消解在重要性判断中,不仅可以避免内幕信息认定的重复和繁琐,减少不必要的司法资源投入和浪费,也利于内幕信息与谣言、传闻、臆测、主观推断等的区别。此外,1993年9月2日国务院证券管理委员会颁布实施的《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条第3款明确规定:内幕信息不包括运用公开的信息和资料,对证券市场作出的预测和分析。据此,即使市场上存在一些表面上看似不确定乃至确定无疑的预测分析,导致某一信息因为确实具备了相当程度的重大影响而符合重要性特征,但由于其属于运用社会公众共同所知的信息和资料进行的预测和分析,本质上已然不符合内幕信息的未公开性特征,那么这类信息也不属于刑法意义上的内幕信息。综上所述,笔者认为内幕信息的成立不需要所谓的“确定性”特征。

五、内幕信息性质认定的行政性判断与(刑事)司法性判断关系界分

对内幕信息的认定,从司法实践上看,证券期货等金融行政监管部门的知识、素质、能力、经验等方面更高一筹,专业性更强。在很多专业问题上,公安机关、法院、检察院等司法机关依赖于相关行政

监管部门的判断,证券期货等行政监管部门出具的意见或结论几乎都被司法机关认可或采纳,这在近些年来来的司法实务中表现得非常明显。在一些社会密切关注、影响甚大的内幕交易大案、要案的刑事司法程序运作中,不时显现行政监管机关对内幕信息、内幕交易行为性质、内幕交易主体性质等问题作出终局判断的身影。例如,在我国内幕交易犯罪查处的案件中,黄光裕内幕交易案是迄今为止我国金额最大的内幕交易案,该案的复杂程度不言而喻,其中争议最大的就是内幕信息的认定,特别是内幕信息形成时间的认定。公安机关曾专门致函证监会《关于商请对黄光裕等人涉嫌中关村股票内幕交易案有关事项审核认定的函》就相关问题商请证监会作出解释或答复。证监会随后出具了《关于黄光裕等人涉嫌中关村股票内幕交易案有关事项的复函》,对相关问题和事项作了回复。从这一事件当中我们可以发现,作为我国最重要的行政机关特别是刑事犯罪打击和侦查的准司法机关之一的公安机关,在证券、期货等犯罪认定中明显存在专业薄弱问题。放眼全国各级各地司法机关,在不少涉及金融犯罪的案件中,公安机关乃至法检系统对行政监管机关的专业判断和认定结论的采纳等类似行为比比皆是,这不得不引起我们的关注、重视和思考。

众所周知,行政权和司法权是一个国家非常重要的两种权力,二者的权力性质、属性和定位迥然不同。在打击金融等专业性较强的犯罪中,公安机关乃至法院、检察院在某些专业性问题甚至结论认定上过于依赖行政监管机关的判断并不是一件好事,甚至是一个容易让人忽视的重大法治问题,这样的权力运作有违法治的根本精神——权力分立和制衡。行政监管机关行使的是行政管理权,公、检、法等机关行使的是司法权,如果对于某一犯罪涉及的关键事实太过于依赖前者的行政性判断,无异于混淆了两种权力的性质和定位,有行政权僭越乃至取代司法权的嫌疑,有损司法公信力,也破坏了权力之间的制约和监督。毕竟在一个现代法治国家,只有司法机关能够对犯罪是否成立做出终局性判断,掌握着法律判断的专属权和终决权,而行政监管机关至多是补充、辅助的角色,且大多只限于事实问题和诉讼程序方面。

但是在内幕交易犯罪中,内幕信息的认定不仅

仅是一个事实认定,而是包含着对内幕信息法律性质的判断,它将在很大程度上决定内幕交易行为成立与否进而是否构成内幕交易罪。表面上的事实认定实际上是法律性质的认定,如果过多地依赖行政机关的行政性判断,将会架空乃至取代司法机关独立的终局性的司法判断,这是有违法治精神和限权内涵的。无论是事实认定还是法律性质判断认定一个行为是否构成犯罪的权力都应属于司法机关。行政主管部门对刑事个案中非法证券、期货的性质认定不是必经程序,其认定意见也不是刑事诉讼的必要证据,而仅作为办案参考使用,^[17]这其中亦包括对于内幕信息内容和性质的认定。

因此,行政监管机关对内幕信息内容和性质的行政性判断应当从属于司法机关的司法性判断,而且司法机关的判断具有独立性和终局性。就目前而言,司法机关在某些专业性问题上存有疑问或者并不擅长、通晓的,可以函请相关行政监管机关作出认定,但后者出具的意见或结论只能作为司法机关认定的参考和借鉴,不能一概采纳,司法机关应当建立和完善自己独立的认定标准和具体方法,以防止行政监管机关借助自身的专业性优势,通过对相关问题的判断和认定在无形中架空司法机关独立的终局性司法判断,进而影响和干扰司法独立和司法公正。从权力尤其是行政权的内在扩张冲动之本性和法治建设的全局角度考量,这绝不是危言耸听,而恰恰是时刻保持对公权力的警惕、强调权力分立制衡、各守边界以维护法治、保障人权精神的必然要求。

从长远角度看,要想从根本上解决类似问题,需要司法机关的一线办案人员和相关司法工作人员,尤其是作为审判人员的法官切实提高自身专业素质和知识水平,把深厚扎实的法学理论功底和相当程度的证券、期货等金融专业知识以及丰富的审判经验与社会生活积累结合起来,形成市场经济领域中金融犯罪的独立应对和处断能力,并通过不断的总结经验,最终建立一套完整而又全面的认定标准和具体操作方法,这才是治本之法、根本之策,才能在根本上厘定行政权与司法权、行政判断与司法判

断的界限,才能真正维护法治精神的要义,实现良法之治。

参考文献:

- [1] 刘宪权,谢杰.证券期货犯罪刑法理论与实务[M].上海:上海人民出版社,2012.
- [2] 顾荣棠,张国炎.证券期货犯罪比较研究[M].北京:法律出版社,2003.277.
- [3] 张军.破坏金融管理秩序罪[M].北京:中国人民公安大学出版社,1999.264-266.
- [4] 赵秉志.破坏金融管理秩序罪疑难问题司法对策[M].长春:吉林人民出版社,2000.186.
- [5] 胡启忠,等.金融犯罪论[M].成都:西南财经大学出版社,2001.268.
- [6] 薛瑞麟.金融犯罪研究[M].北京:中国政法大学出版社,2000.262.
- [7] 郭立新,杨迎泽.刑法分则适用疑难问题解[M].北京:中国检察出版社,2000.86.
- [8] 马长生,张惠芳.论内幕交易、泄露内幕信息罪[A].赵秉志.新千年刑法热点问题研究与适用[C].北京:中国检察出版社,2001.825-826.
- [9] 胡光志.论证券内幕信息的构成要素[J].云南大学学报(法学版),2002,(4):41-50.
- [10] 孙昌平,易建华.关于内幕交易罪几个问题的研究[A].赵秉志.新千年刑法热点问题研究与适用[C].北京:中国检察出版社,2001.842-844.
- [11] 张小宁.论内幕交易罪中“内幕信息”的界定[J].昆明理工大学学报(社会科学版),2009,(3):77-81.
- [12] 李宇先,贺小电.证券犯罪的定罪与量刑[M].北京:人民法院出版社,2009.169-170.
- [13] Eugene F. Fama. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work [J]. 25 Journal of Finance 383, 384 (1970).
- [14] 陈晓.论对内幕交易罪的法律规制[A].民商法论丛(第五卷)[C].北京:法律出版社,1996.89.
- [15] 苗有水,刘晓虎.《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》的理解与适用[J].人民司法,2012,(15):17-26.
- [16] 肖伟.内幕信息确定性考量模式之选择[J].环球法律评论,2012,(5):25-38.
- [17] 王润生,余云华.内幕交易犯罪中“知情人员”和“内幕信息”的认定探讨[J].犯罪研究,2012,(4):55-60.

(责任编辑:彭晶晶)

Research on the Cognizance of "Insider Information" in China's Criminal Law

WEN Zhi-qiang

(East China University of Political Science and Law, Shanghai 200042, China)

Abstract: Insider information should be defined as information that has significant influence on securities and futures trading activities but has not yet been made public. Insider information's characteristics and recognized standards have two: non public and importance. Non public in terms of the existence state of insider information, Importance points to the great value and significance of inside information, which has a significant or important impact on securities and futures trading activities especially the securities and futures prices. Non public's acknowledgment should mainly take form public standard, substantial public standard supplemented, and according to the judicial interpretation of "the time that insider information formed" and "insider information sensitive period" to recognize the publicity time and manner. The recognize paradigm of importance should change fully rely on the "objective criteria" to the principle of correspondence between subjectivity and objectivity that mainly rely on "subjective criteria", subsidiary rely on "objective criteria", which means that we should judge the importance degree of the specific information mainly from the position of general rational investors, and treat the influence to securities and futures market especially the securities and futures market price as a complementary judgment standard, but the influence needn't subject to actual inevitable significant impact. "Relevance" and "certainty" is not the insider information's judging criterion, they are eliminated into the importance judgment. According to the separation of power and checks and balances of the spirit of rule of law, in the field of administration committed (sin), the boundary between executive power and judicial power determines that the administrative supervision organs' administrative judgment should be subordinate to the judicial organ judicial judgment on the judgment of insider information content and nature, administrative judgment is just as the reference to judicial judgment, the judicial organs' judicial judgment should have the independence and the final decision effect, it is necessary to the jurisdiction which reveals the judicial final properties.

Key words: insider information; non public; market