

内幕信息传递和交易推荐的构成要件及违法所得计算的重构

——2013年日本《金融商品交易法》修改及对中国法的借鉴意义

段 磊*

摘要:泄露内幕信息(信息传递)和建议他人买卖证券(交易推荐)与内幕交易行为本身同样都属于我国证券法的规制对象,但证券法上没有单独规定这两种行为的构成要件,在进行处罚时也将这两者与内幕交易行为的处罚标准相混同。此外,证监会会在计算内幕交易的违法所得时采用两种不同的思路,不仅方法过于复杂,还带来结果上的不确定性。因此,有必要在梳理现行立法,进行实证分析,并与域外法律横向比较之后,进一步完善我国证券法的相关立法。

关键词:内幕交易 信息传递 交易推荐 违法所得

* 东京大学法学政治学研究科博士研究生,北京大学法学院法律硕士。

一、问题的提出

2013年8月30日中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)召开新闻发布会,通报了光大证券异常交易事件的调查处理情况,将该事件认定为内幕交易案件,构成内幕交易、信息误导、违反证券公司内控管理规定等多项违法违规行为,对光大证券处以没收违法所得8700余万元,并处以5倍罚款;对相关责任人处以罚款,并采取终身的证券市场禁入措施,宣布为期货市场禁止进入者等。这是证监会今年查处的第15起内幕交易案件,也是我国第一例涉及跨市场交易的内幕交易案件。^{〔1〕}在2010年1月至2013年9月证监会公布的行政处罚决定书中关于内幕交易案件的共有48起,占该期间所有行政处罚的23.8%。^{〔2〕}而在1993年至2009年的17年里证监会共处罚的内幕交易案件才18起。^{〔3〕}这一方面说明近年来为维护证券市场公平和健全的秩序,保护投资者的合法权益和信心,证监会进一步加大了对内幕交易案件的处罚力度;另一方面也说明当前规制内幕交易的法律法规还不够完善,未能及时有效地预防内幕交易行为。目前较突出的问题有以下两个方面:

一是我国证券法虽然将泄露内幕信息(以下简称“信息传递”)和建议他人买卖证券(以下简称“交易推荐”)纳入内幕交易规制体系范围内,但没有进一步规定这两种行为的构成要件,在进行处罚时也将这

〔1〕 光大证券在8月16日13时(公司高管层决策后)至14时22分转换并卖出50ETF、180ETF基金以及卖空IF1309、IF1312股指期货合约,构成《证券法》第202条和《期货交易管理条例》第70条所述的内幕交易行为。参见证监会官方网站,“光大证券异常交易事件的调查处理情况”,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201308/t20130830_233365.htm,2013年9月3日访问。

〔2〕 其中,2010年共10起,占全部行政处罚的18.9%;2011年共7起,占全部行政处罚的12.2%;2012年共17起,占全部行政处罚的29.8%;而2013年1月至9月共处罚14起,占全部行政处罚的比例高达40%;

〔3〕 参见彭冰:“内幕交易行政处罚案例初步研究”,载《证券法苑》2010年第3卷,第91页。

两者与内幕交易行为的处罚标准混为一谈。导致证监会在进行处罚时,难以区分哪些信息传递或交易推荐是合理的,哪些属于应该规制的对象。即使认定行为人构成违法的信息传递或交易推荐,但因为没有独立的处罚标准,导致出现多种不同的处罚方式。〔4〕

二是证监会2007年3月27日颁布的《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(以下简称《指引》)第六章明确了如何认定内幕交易的违法所得,即通过区分为人买卖证券是获得收益还是规避损失,采用两种不同的计算方法。但由于两者监管逻辑不一致可能导致计算违法所得过少的情況出现〔5〕,也可能造成行政处罚数额的不确定性。〔6〕

2013年6月12日,日本国会通过了《金融商品交易法》的最新修正案,〔7〕该修正案最重要的内容之一是将信息传递和交易推荐纳入内幕交易的规制范围,并通过修改计算方法提高行政处罚的金额,以此来应对近年多发的公募增资过程中的内幕交易案件。此外,该修正案还进一步明确了内幕交易行为的豁免事项,在加大查处力度的同时也注意对合理的交易行为的保护,力图做到宽严相济。本文以2013年日本《金融商品交易法》的最新修改为线索,首先说明日本法上内幕交易规制主体的基本框架(第二部分),然后讨论2013年修改的主要内容及其力图实现的目标(第三部分),最后以证监会公布的行政处罚案例实证分析为基础,探讨在上述两个问题上日本法对我国《证券法》修改的借鉴意义(第四部分)。

二、日本法上内幕交易规制主体的现状

日本对证券市场上内幕交易行为的规制起源于1988年的《证券交

〔4〕 在证监会的处罚实践中共出现5种不同的方式,可参见本文第四部分(二)2。

〔5〕 同前注〔3〕,第128页。

〔6〕 对该不确定性的论述,可参见本文第四部分(二)1。

〔7〕 该修正案日文原文为“金融商品取引法等の一部を改正する法律”,全文公布在日本金融厅的官方网站上,<http://www.fsa.go.jp/common/diet/>。

易法》修改。^[8] 此次修改中日本以英美各国的立法经验为参考,首次引进了禁止内幕交易的规定。但当时的法律对内幕交易主体和内幕信息的范围规定较窄,处罚的力度也不大,之后 20 年间又经过 6 次修改,^[9] 逐渐形成现在《金融商品交易法》^[10] 第 166 ~ 167 条的法律规制体系,其具体内容是:上市公司的关系人或要约收购的关系人,因其职务等情形知悉与上市公司业务或要约收购有关的重大信息的,在该重大信息公开以前不得买卖该上市公司或要约收购的股票等。^[11] 从该定义可以看出,日本法将内幕交易的规制对象划分为上市公司和要约收购两大情形,并规定在两个不同的条文中,这是日本法不同于中国法及其他各国法律的特色之一。在此框架下,日本法上内幕交易规制的主体有以下三类人员。

[8] 这次修改的起因是 1987 年发生的达秦豪化学工业事件。当年,达秦豪化学工业株式会社因投资债券期货市场失败结果造成约 300 亿日元的亏损,而在巨额损失公开的前一天,一直以来向该公司进行融资的阪神相互银行将其持有的该公司股票几乎抛售一空,并且该公司的董事和员工等内部人员也出现了卖出股票的情形。大阪证券交易所虽然对此进行了调查,但并未取得内部交易的确凿证据,再加上也没有相关的法律规定,最后当事人除承担道义上的责任,未受到任何法律上的处罚。参见[日]山下友信、神田秀树编:《金融商品取引法概説》,有斐阁 2010 年版,第 285 ~ 286 页。

[9] 这 6 次修改的主要内容如下:(1)1997 年修改提高了对内幕交易的刑事处罚,将“6 个月以下有期徒刑或 50 万日元以下罚金或两者并罚”改为“3 年以下有期徒刑或 300 万日元以下罚金或两者并罚”,对法人的罚金上限则从 50 万日元提高至 3 亿日元。(2)1998 年修改引进了没收或追缴违法所得的制度,并将母公司和子公司列入内幕交易的主体范围,将子公司有关的重要事实加入内幕信息。(3)2001 年的修改中将公司处分库存股的情形加入内幕信息。(4)2004 年修改引进了针对内幕交易的课征金制度,即行政处罚制度。(5)2006 年修改进一步提高了对内幕交易的刑事处罚,将“3 年以下有期徒刑或 300 万日元以下罚金或两者并罚”改为“5 年以下有期徒刑或 500 万日元以下罚金或两者并罚”,对法人的罚金上限则从 3 亿日元提高至 5 亿日元。(6)2008 年的修改提高了课征金的额度。

[10] 日本 2006 年颁布的《金融商品交易法》对《证券交易法》进行了大幅度修改,并吸收合并了《金融期货交易法》、《投资顾问业法》等法律,将“证券”的定义扩展为“金融商品”的概念,最大限度地具有投资性的金融商品和服务对象作为该法的规制对象,从以往的行业监管法制转变为以保护投资者为目的的横向金融法制。参见郭峰、甘培忠:“推动金融体制改革,提升金融体系安全性——中国证券法学研究会访日代表团考察报告”,载《中国证券报》2009 年 4 月 22 日第 A13 版。

[11] 参见《金融商品交易法》第 166 条第 1 款正文,第 167 条第 1 款正文。

(一) 公司关系人

上市公司的关系人是内幕交易规制主体的主要对象,《金融商品交易法》第166条第1款详细列举了公司关系人的范围,主要有以下五类人员。值得注意的是,如果这些公司关系人因丧失其资格,不再符合公司关系人条件的,但在1年以内仍属于内幕交易规制的主体。

①上市公司及其母公司或子公司的董事、监事、高级管理人员和员工(以下简称董事等)是内幕交易的行为人,因为他们履行职务时容易获得上市公司未公开的重大信息(以下简称内幕信息)。这里的员工不仅包括正式员工,还包括派遣员工、临时工等,只要其在履行职务时接触到的有关信息,便属于内幕交易的主体;^[12]

②是持有上市公司3%以上的表决权或已发行股份的股东或者其母公司的股东,因为这些股东享有公司法规定的会计账簿查阅权,^[13]可以查阅上市公司及其子公司的会计账簿,进而获得一般投资者无法接触到的信息;

③是对上市公司拥有法定权限的人,如公职人员或母公司的监事,因为他们可以基于法律赋予的批准许可权或调查询问权等获得上市公司的有关信息;

④是与上市公司有合同关系或正在交涉缔约的人,如上市公司的交易相对方、银行、注册会计师、律师和接受增资业务的证券公司等;

⑤上述②和④的主体如果是法人,则不仅包括因行使法定权限或履行合同直接与上市公司接触的董事等,也包括该法人内因履行职务而接触到内幕信息的其他董事等。虽然他们并未直接与上市公司接触,但同处于一个法人内部,通过行使职权或履行职务仍可以获得有关信息。^[14]

[12] 同前注[8],第291页。

[13] 参见日本《公司法》第433条第1款和第3款。

[14] 如果这些董事等不是因为行使职权或履行职务,而是因为偶然的原因接触到内幕信息,比如在公司的餐厅听到同事的谈话等,则不属于公司关系人,而是属于下面的信息受领人。

(二) 要约收购关系人

要约收购过程中的关系人是日本内幕交易规制主体的重要对象,《金融商品交易法》第167条第1款规定了要约收购关系人的范围,该规定与上述公司关系人的规定类似,也包括五种类型的人员。同样,如果这些要约收购关系人因丧失其资格,不再符合要约关系人条件的,但在1年以内仍属于内幕交易规制的主体。

①是要约收购人及其母公司的董事、监事、高级管理人员和员工,如果要约收购人不是法人,则包括其代理人或雇用人;

②是持有要约收购人3%以上的表决权或已发行股份的股东或者其母公司的股东;

③是对要约收购人拥有法定权限的人;

④是与要约收购人有合同关系或正在交涉缔约的人;

⑤上述②和④的主体如果是法人,则不仅包括因行使法定权限或履行合同直接与上市公司接触的董事等,也包括该法人内因履行职务而接触到内幕信息的其他董事等。

日本法之所以对公司关系人与要约收购关系人进行区分,是因为日本证券市场上要约收购的现象较为常见,而要约收购的信息在公开之后一般都会对目标公司的股价产生较大的影响,从而影响投资者的投资判断。而要约收购的内幕信息的起源并不在目标公司,而是在发起要约收购人一方。但该当事人及其董事等人员并未包括在上述公司关系人内,所以《金融商品法》另设第167条对要约收购有关的内幕交易进行规制。^[15]

(三) 信息受领人

对于从公司关系人或要约收购关系人处直接获得信息的受领人,《金融商品交易法》第166条第3款和第167条第3款也分别将其纳入内幕交易规制的主体。与前两者类似,如果信息受领人是某个法人的成员,则该法人内因履行职务而接触到内幕信息的其他人也属于内幕

[15] [日]近藤光男、黑沼悦郎、吉原和志:“金融商品取引法入門(第3版)”,载《商事法務》,2013年,第315页。

交易的主体^[16]。因为信息受领人获得的信息是一般投资者在信息公开前无法接触的,如果信息受领人利用该信息进行内幕交易,获得不正当利益,同样会打击一般投资者对证券市场的信心。不过,日本法对信息受领人的规制范围仅限于从公司关系人或要约收购关系人处直接获得信息的受领人(第一次受领人),而从第一次受领人或其以后的受领人处再获得信息的受领人(第二次以下受领人)则不属于内幕交易规制的主体。立法者之所以采取这样的方式主要是出于政策上的衡量:一方面使内幕交易规制的主体范围更加明确化,防止规制对象过广、处罚范围不明确给社会造成混乱;^[17]另一方面将规制对交易的限制定在最小的范围内。^[18]

当然,对于该问题日本学界也一直存在争议,有学者认为应当从确保市场交易公平性的角度出发,扩大信息受领人的范围。^[19]例如,根据美国《证券法》及有关判例,若信息受领人明知或应知公司关系人是违反其对公司的信义义务(fiduciary duty)向他人泄露内幕信息,则无论是第一次受领人还是第二次以下受领人,只要利用该信息从事了内幕交易,均应当承担相应的责任。而欧盟则将内幕交易视为损害市场秩序的违法行为,所以任何拥有内幕信息且明知或应知该信息为内幕信息的人员全部纳入规制对象。^[20]

[16] 2007年发生的NHK记者内部交易事件可以说明该问题:当年3月8日下午3点,ZENSHO Co.,Ltd.和Kappa Create Co.,Ltd.两家公司公布了资本合作事宜,NHK经济部门的新闻节目在同一时间也播出了该消息。但在新闻播出前的下午2点38分,NHK其他部门的2名记者及1名制作人通过公司内部稿件系统看到了新闻稿,在休市前的22分钟内大量买进Kappa Create公司的股票,并于次日卖出以此获利。虽然这3名人员不属于NHK经济部门的职员,并非从上市公司处直接获得该信息。但他们因供职于NHK集团,且通过内部稿件系统提前获知了内幕信息,所以日本证券交易等监视委员会同样认定他们为信息的第一次受领人,并建议金融厅对其进行行政处罚。最后,日本金融厅对这3名人员处以了6万至45万日元的课征金。

[17] [日]横岛裕介:《逐条解说:インサイダー取引規制と罰則》,商事法務研究会1989年版,第122页。

[18] 同前注[8],第296页。

[19] [日]黑沼悦郎:“内部者取引規制の立法的課題:内部者情報および内部者の定義を中心として”,载《商事法の展望》,商事法務研究会1998年版,第317页。

[20] 蔡奕:“内幕交易的特殊行为形态分析:兼议《证券法》内幕交易相关规范的修订”,载《证券法苑》2011年第5卷,第1138~1140页。

从以上分析可以看出,日本法上的内幕交易规制体系并未采用美国式的信义进路,^[21]因为日本民商法等领域尚未引进美国法上的信义理论,之所以禁止内幕交易并不是因为行为人违反了信义义务构成欺诈,而是因为行为人在履行职务、合同或行使权限的过程中会接触到一般投资者无法获得的内幕信息,如果放任其利用这些信息从中获利,这种不公平的结果会打击一般投资者对证券市场的信心,进而损害国民经济的健康发展。^[22]不过,日本法也未完全采用欧盟式的市场进路,而是以行为人能否接触到上市公司的内幕信息为标准,并采用无兜底条款的列举式立法方式,将内幕交易规制的主体范围界定为公司关系人、要约收购关系人和信息受领人。同时,为了让内幕交易的规制范围不至于太过狭窄,日本法在现有立法框架内不断地扩展公司关系人、要约收购关系人和信息受领人的外延。例如,将上市公司的母公司和子公司的董事等也纳入规制范围;除上市公司的董事等内部人员外,公司外部的但与公司存在合同关系或是在缔约过程中的人也属于规制范围;甚至与上市公司没有直接接触,但与上述人员同属于一家公司的人也在很大程度上被纳入规制范围。

另外,与我国不同的是,日本证券交易等监督委员会在对内幕交易进行查处时,对行为人的主观认识证明要求较低。一般而言,只要行为人属于上述公司关系人、要约收购关系人或信息受领人之一,且因其职务等情形获得了与上市公司业务或要约收购有关的重大信息,并在该重大信息公开以前买卖了该上市公司或要约收购的股票等的,均可以作为行政处罚的对象。当然,如果要追究行为人的刑事责任时,则还需要对其主观认识进行充分的举证。这是日本于2005年建立“课征金”这一行政处罚制度的目的所在,即作为对刑法谦抑性原则的补充,预防

[21] 关于信义进路和市场进路内幕交易规制体系的详细内容,可参见傅穹、曹理:“内幕交易规制的立法体系进路:域外比较与中国选择”,载《环球法律评论》2011年第5期,第127~136页。

[22] 从立法的角度来看,《金融商品交易法》在第1条就明确指出:“本法的目的是……为了让金融商品等形成公平的价格,以此促进国民经济的健全发展和保护投资者。”另外,在引进内幕交易规制时的参与立法者的著作中也就内幕交易的处罚动机进行过类似说明。参见前注[17],第121页。

市场上的不公平交易,确保规制的实效性。^[23]

三、2013年《金融商品交易法》修改的主要内容

2013年日本《金融商品交易法》的最新修改中关于内幕交易的部分主要有四个内容:(一)将信息传递和交易推荐单独纳入规制范围,作为可处罚的对象;(二)修改课征金(即行政罚款)的计算方法,进一步加大对内幕交易行为的处罚力度;(三)扩大要约收购关系人的范围,将目标公司及其董事等人员直接纳入要约收购关系人中;(四)增加内幕交易的豁免情形。本文仅以前两项内容为研究对象,通过实证分析探讨进行这些法律修改的必要性,然后说明各自的具体内容。

(一)对信息传递和交易推荐的规制

1. 规制的必要性

日本在原有的内幕交易规制体系内,并未将信息传递和交易推荐视为违法行为,即如果公司关系人或要约收购关系人仅仅是将内幕信息传递给他人(如亲属或朋友),或者是推荐他人购买某一股票,而本人并未进行内幕交易行为,则不会单独受到处罚。当然,如果获得信息或推荐的人员随后进行了内幕交易,他将作为第一次信息受领人而受到处罚,而对于信息传递人或交易推荐人本身理论上认为可作为共犯(帮助犯或教唆犯)进行处罚。^[24]然而,在日本此前的判例中还没有作为共犯处罚的先例。

此外,从日本证券交易等监督委员会公布的内幕交易行政处罚数据来看,从2005年4月建立课征金制度开始至2008年,进行内幕交易的行为人主要是公司关系人,信息受领人进行内幕交易的较少。而从2009年开始这一情况发生了逆转,信息受领人超过公司关系人和要约收购关系人的总和,成为最多的内幕交易行为人。从历年处罚的总人数来看,信息受领人也超过了50%。

[23] [日]松葉知久:“情報受領者によるインサイダー取引事案の諸論点”,载《商事法務》2010年,第18页。

[24] 同前注[17],第211~212页。

表 1:日本内幕交易行为人的身份属性(2005.4~2013.8)^[25]

年度		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	合计
违反第166条的行为人	公司关系人	4	8	9	14	13	8	2	5	2	65
	公司董事 监事	0	1	1	2	4	1	0	1	1	11
	公司员工	4	3	3	4	7	2	1	3	1	28
	公司本身	0	2	1	0	0	0	0	0	0	3
	合同签订人	0	2	4	8	2	5	1	1	0	23
	第一次信息 受领人	0	3	4	2	12	10	6	9	1	47
	交易方	0	0	1	2	2	4	1	6	1	7
	亲属	0	0	0	0	6	1	0	1	0	8
	朋友、同事	0	3	0	0	0	4	2	1	0	10
	其他	0	0	3	0	4	1	3	1	0	12
小计		4	11	13	16	25	18	8	14	3	112
违反第167条的行为人	要约收购关系人	0	0	0	1	4	0	1	0	0	6
	收购方董事 监事	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
	收购方员工	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
	合同签订人	0	0	0	0	3	0	1	0	0	4
	证券公司	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
	目标公司	0	0	0	0	2	0	1	0	0	3
	第一次信息 受领人	0	0	3	2	9	2	6	5	1	28
	交易方	0	0	0	2	0	0	3	1	0	6
	亲属	0	0	0	0	1	0	1	0	0	2
	朋友、同事	0	0	3	0	8	1	2	3	1	18
其他	0	0	0	0	0	1	0	1	0	2	

[25] 引自日本证券交易等监督委员会的调查报告:“証券取引等監視委員会事務局‘金融商品取引法における:課徴金事例集(不正取引編)’”2013年8月,第9頁。

续表

年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	合计
小计	0	0	3	3	13	2	7	5	1	34
第一次信息受领人合计	0	3	7	4	21	12	12	14	2	75
合计	4	11	16	19	38	20	15	19	4	146

产生上述情况的主要原因是:在金融危机后,各上市公司均加强了内部管理体系,有效地遏制了公司关系人和要约收购关系人直接进行的内幕交易。但由于《金融商品交易法》对信息受领人的处罚范围有限(仅限定在第一次信息受领人),而对信息传递和交易推荐又未进行规制,导致更多的内幕交易是以这种间接的、相对隐蔽的方式呈现。无论是实务界还是学术界,都认识到了这一问题的现实性和紧迫性。因此,日本金融厅下属的金融审议会于2012年7月31日成立内幕交易规制专项工作组,邀请各界相关人士参加,通过7次会议集中讨论形成本次立法修正案,并最终交付国会表决通过。

2. 构成要件

(1) 主体要件

2013年《金融商品交易法》修改中新增第167条之2,对信息传递和交易推荐加以禁止性的规定。该条第1款是关于公司关系人的禁止性规定,第2款是关于要约收购关系人的禁止性规定,从这一立法结构可以看出禁止信息传递和交易推荐的主体是上述公司关系人和要约收购关系人,而对于第一次信息受领人,法律目前未禁止其向他人传递内幕信息或进行交易推荐。这是因为日本法尚未对第二次以下信息受领人从事的内幕交易进行规制,因此,法律目前也不禁止第一次信息受领人向第二次信息受领人的信息传递和交易推荐。

另外,该条中禁止的前提是公司关系人和要约收购关系人实际获得了内幕信息。虽然属于公司关系人和要约收购关系人的范围,但有证据表明行为人并未获得内幕信息,而是基于自己的分析和判断向他人推荐上市公司的股票则不属于禁止的对象。因为,公司关系人中不仅包括上市公司的董事、监事、高管和员工,还包括上市公司的股东、与上市公司存在合同关系的银行、证券公司、广告公司等,如果不加区别地禁止所有

信息传递和交易推荐,则可能会妨碍到正常的业务开展和交易行为。

(2) 主观要件

同样,上市公司在其日常经营活动中也会进行许多业务合作洽谈,或者面向投资者进行宣传说明(IR活动)等,在这些活动中难免出现一些正常的信息交流,如果不加区别地禁止所有信息传递和交易推荐,还会妨碍上市公司本身的经营活动。因此,第167条之2中加入了主观要件的规定,要求行为人在进行信息传递和交易推荐时具有“让他人获利或使他人回避损失的目的”。可以说,通过设定这一主观要件,日本法力图将禁止对象限定于不正当的信息传递和交易推荐^[26]。因此,如果行为人不具有上述目的,而是被人偶然听到其谈话或被人窃听等,均不构成信息传递或交易推荐。^[27]

(3) 结果要件

如上所述,日本法上内幕交易规制的目的是维护证券市场的公平性,保护一般投资者对证券市场的信心。禁止信息传递和交易推荐,最终也是为了实现该目的。如果接受信息传递或交易推荐的人员最终没有进行交易,则该信息传递或交易推荐只是一种潜在的危险性,未对证券市场的公平性造成实质上的危害。因此,在对不正当的信息传递和交易推荐进行处罚的第175条之2中还特别规定了结果要件,即对信息传递和交易推荐处罚的前提是:接受信息传递或交易推荐的人员实际进行了内幕交易行为。值得注意的是,日本法的判例上曾经对接受内幕信息的人员做出了扩张解释:如果直接接受信息的人员只是传递的工具,其背后的第三人才是真正获得信息的人员,且信息传递人有可能意识到这点时,则构成对该第三人的直接传递^[28]。因此,在认定信息传递和交易推荐的结果要件时也应当考虑到这一因素。

综上所述,日本法上对信息传递和交易推荐的规制体系可用下图

[26] 参见金融审议会内幕交易规制专项工作组的最终报告:“インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ‘近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について’”2012年12月25日,第3页。

[27] 同前注[23],第18页。

[28] 参见証券取引等監視委員会事務局:“金融商品取引法における:課徴金事例集(不正取引編)”2012年7月,事例10、事例11,第30~33页。

展示：

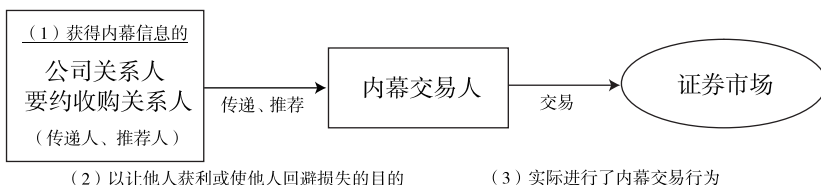


图 1:信息传递和交易推荐的规制体系

3. 处罚方式

对符合上述要件不正当的信息传递或交易推荐,可以进行刑事和行政处罚。刑事处罚的内容与对内幕交易行为的刑事处罚相同,即 5 年以下有期徒刑或 500 万日元以下罚金(对法人罚金的上限是 5 亿日元)或两者并罚,并可没收或追缴违法所得^[29]。而对行为人处以课征金的计算方法则比较复杂,根据其身份属性的不同大致可分为以下三种计算方法:

(1) 如果行为人属于证券中介机构的从业人员,且向客户进行不正当的信息传递或交易推荐的,可处以从该客户所获中介关联业务对价额(如手续费、中介报酬等,以月为单位)3 倍的课征金;^[30]

(2) 如果上述机构还从事证券承销业务,且向客户进行不正当的信息传递或交易推荐中涉及承销业务的,对其处以的课征金在上述中介关联业务对价额 3 倍的基础上,加上证券承销业务对价额的 1/2;^[31]

(3) 对于其他行为人的信息传递或交易推荐,可处以内幕交易人的违法所得额^[32] 1/2 的课征金。^[33]

从上述处罚方式中可以看出,日本法对证券中介机构从业人员进行不正当的信息传递或交易推荐的处罚力度要远高于一般行为人。这是考虑到证券中介机构是证券市场的“守门人”,本身就肩负着审查客户交易信息、防止不公平交易的职责。如果证券中介机构利用其地位进行

[29] 参见《金融商品交易法》第 197 条之 2,第 198 条之 2 和第 207 条。

[30] 参见《金融商品交易法》第 175 条之 2 第 1 款第 1 项,第 2 款第 1 项。

[31] 参见《金融商品交易法》第 175 条之 2 第 1 款第 2 项,第 2 款第 2 项。

[32] 关于日本违法所得的计算方法,可参见本文第四部分(二)。

[33] 参见《金融商品交易法》第 175 条之 2 第 1 款第 3 项,第 2 款第 3 项。

不正当的信息传递或交易推荐,则会更大地损害证券市场的公平性,打击一般投资者对证券市场的信心。因此,有必要进行更为严厉的处罚。^[34]

(二) 修改课征金的计算方法

1. 原课征金的计算方法

日本建立课征金制度的主要目的有两种:一是防止违法行为,二是剥夺行为人的违法所得。与我国的行政处罚制度不同,课征金制度虽然具有一定的制裁效果,但这并非主要目的,其本质是为了剥夺行为人的违法所得。因此,课征金的金额以行为人的违法所得为标准进行计算,在此之外不追加罚款。如果行为人已经受到过刑事处罚,且被处以罚金或没收、追缴违法所得时,为避免双重处罚,在计算课征金时可扣除刑事处罚的金额。当然,为鼓励行为人主动申报,降低执法成本,对主动申报的违法行为人采取减额的办法(减半);^[35]对一定期间内重复违法的行为人,采取加重处罚的办法(1.5倍)。^[36]

内幕交易违法所得的计算方法,首先根据行为人进行内幕交易是为自己利益还是为他人利益的不同,可以划分成以下两种。

(1) 为自己利益进行内幕交易时

行为人为自己利益进行内幕交易时,根据其买入或出售证券的不同分别计算:①行为人买入证券的,其违法所得额为:内幕信息公开后2周内证券的最高价减去行为人的买入价,再乘以行为人的买入数量后所得金额。②行为人出售证券的,其违法所得额为:行为人的出售价减去内幕信息公开后2周内证券的最低价,再乘以行为人的出售数量后所得金额。^[37]

(2) 为他人利益进行内幕交易时

行为人为他人利益进行内幕交易时(如证券投资基金的经理获得内

[34] 参见同前注[26],第4页。

[35] 如取得库存股有关的买卖违反内幕交易规制的,违法行为人在处理前主动申报的,课征金减半。参见《金融商品交易法》第185条之7第12款。

[36] 如违法行为人在5年以内因违法内幕交易规制曾受到过课征金处罚的,课征金为1.5倍。参见《金融商品交易法》第185条之7第13款。

[37] 参见《金融商品交易法》第175条第1款。

幕信息后,为客户利益买卖证券时),以行为人因该交易取得的相关手续费、报酬及其他对价额为其违法所得额。其中,又分为两种情形:①行为人为因进行资产管理业务而实施内幕交易的,违法所得额为实施内幕交易当月的报酬额乘以该证券在其管理资产总额中所占比例。②行为人为因①以外的事由而实施内幕交易的,违法所得额为内幕交易的的对价额。

2. 修改课征金计算方法的原因及范围

如上所述,课征金制度是从防止违法行为的角度出发,对违法行为人课以金钱负担的行政措施,课征金的具体金额也以达到防止违法行为、确保规制的有效性为前提。但在近几年查处的内幕交易案件中,逐渐出现一种趋势,即为他人利益进行内幕交易时的课征金过低,现有计算方法不足以防止内幕交易,无法确保规制的有效性。例如,日本证券交易等监督委员会在2012年就4起公募增资事件中发生内幕交易向金融厅提起课征金处罚劝告^[38],这4起案件的共同特点是:都是由公募增资主承销商的员工向其客户(如投资基金经理、资产管理公司顾问)泄露该公募增资的内幕信息,然后该基金经理等为自己客户的利益进行了内幕交易。

表 2:公募增资有关内幕交易案件^[39]

课征金劝告日	课征金缴付命令	上市公司	公募增资公开日	违法行为人	课征金额(日元)	最终所获利益(日元)
2012.3.21	2012.6.27	国际石油开尧帝石	2010.7.8	中央三井资产信托银行(现三井住友信托银行)	5万	1455万
2012.5.29	2012.6.26	日本板硝子	2010.8.24	Asuka Asset Management	13万	6051万

[38] 日本对内幕交易进行行政处罚的主体并非证券交易等监督委员会,而是金融厅。一般是由证券交易等监督委员会先对某一案件进行调查并提出课征金处罚劝告,然后由金融厅对该案件进行审核,并根据审核结果决定是否处以课征金,并发出课征金缴付命令。

[39] 引自金融审议会内幕交易规制专项工作组第1次会议中,证券交易等监督委员会事務局提出的说明资料。

续表

课征金 劝告日	课征金 缴付 命令	上市 公司	公募增资 公开日	违法行为人	课征金 额(日元)	最终所 获利益 (日元)
2012.5.29	2012.6.27	瑞穗 金融集 团	2010.6.25	中央三井资产信 托银行(现三井 住友信托银行)	8万	2023万
2012.6.29	2012.6.29	日本板 硝子	2010.8.24	Japan Advisory LLC	37万	1624万

从上表的显示可以看出,根据现有计算方法,课征金额是以行为人(投资基金或资产管理公司)的报酬中该证券在其管理资产总额中所占比例为标准计算得出的,其金额远远少于客户最终所获利益,差距甚至达到数百倍,不得不说这些课征金额无法有效地防止内幕交易的发生。因此,2013年《金融商品交易法》修改中针对这一问题采取了对策,将上述(2)①行为人因进行资产管理业务而实施内幕交易的课征金计算方法修改为:实施内幕交易当月全部报酬额的3倍^[40]。在新的计算方法中不再考虑内幕交易证券在管理资产总额中所占比重的多寡,而以行为人当月所获全部报酬额为标准,再乘以3倍。因为对基金公司、资产管理公司等而言通过内幕交易带来的违法所得,不仅限于该证券的相关部分,还包括客户给付的全部报酬;不仅限于当月的报酬,还包括将来可能维持或增加的报酬^[41]。

四、日本法对中国证券法修改的借鉴意义

(一)内幕信息传递和交易推荐规制的重新审视

1. 我国信息传递和交易推荐的实证分析

2010年1月至2013年9月证监会共对48起内幕交易案件进行了处罚,其中绝大多数都是上市公司的关系人直接进行的内幕交易,但其

[40] 参见《金融商品交易法》第175条第1款第3项,第2款第3项。

[41] 参见前注[26],第6页。

中也不乏信息受领人或交易推荐人进行的内幕交易(共有17起涉及,^[42]占35%)。这说明公司关系人仍是现阶段我国内幕交易规制的主要对象,但随着内幕交易的案情日益呈现出复杂、隐蔽的趋势,今后由信息受领人实施的内幕交易的数量及比例会逐年递增。例如,在2013年前9个月里,涉及信息受领人的内幕交易共有8起,超过已处罚案件的50%。既然我国证券法已经确立对信息传递和交易推荐的可罚性,因此有必要对信息传递和交易推荐的构成要件进行更加清晰界定,从源头上预防信息受领人进行的内幕交易。表3中总结了这段期间证监会对信息传递人和推荐交易人进行处罚的相关情况,将在下文中进行详细分析。

表3:证监会对信息传递人^[43]进行处罚的有关情况(2010.1~2013.9)

处罚决定书	信息传递人 (身份)	信息受领人 (与传递人关系)	信息传递人 是否进行 内幕交易	对信息传递人 的处罚
2010年18号	马中文(上市公司董事长)	赵金香(夫妻)	未交易	没收违法所得9.8万余元,并对两者共处罚款9.8万余元
2010年32号	况勇(收购方高管)	张蜀渝(夫妻)	未交易	处以罚款3万元
	张蜀渝(第一次信息受领人)	徐琴(亲属,外甥女)	未交易	处以罚款3万元
2010年40号	秦少秋(上市公司董事长)	北孚集团(兼任董事长)	未交易	给予警告,并处以罚款20万元
	倪锋(重组双方联络人)	柳驰威(朋友)	交易	处以罚款15万元
2011年44号	蔡朝辉(子公司董事)	吴慧敏(夫妻)	未交易	未处罚
2011年57号	马某(财务顾问公司项目组成员)	岳远斌(前同事)	未交易	未处罚

[42] 其中,信息传递9起,交易推荐2起,未指明是信息传递还是交易推荐的6起。

[43] 为统计方便,表3中未区分信息传递和交易推荐,信息传递人中包括交易推荐人。

续表

处罚决定书	信息传递人 (身份)	信息受领人 (与传递人关系)	信息传递人 是否进行 内幕交易	对信息传递人 的处罚
2012年24号	肖家守(收购方 董事长)	朱莉丽(夫妻)	未交易	处以罚款15万元
	肖传健(收购方 股东)	周晓丹(夫妻)	未交易	处以罚款3万元
2012年37号	王建辉(投资合 作方总经理)	高金花(夫妻)	交易	处以罚款5万元
	邹建平(项目合 作方副总经理)	章敏芝(夫妻)	未交易	处以罚款10万元
	章敏芝(第一次 信息受领人)	周星夫(亲属,女 婿)	交易	处以罚款5万元
2012年46号	陈宝庆(重组案 工作组成员)	李文静(夫妻)	交易	责令处理所持 股票,并处以 罚款5万元
2012年49号	费智(上市公司 董事)	黄晓丹(夫妻)	未交易	对两者共处罚 款5万余元
2013年2号	李国刚(收购目 标公司股东)	白宪慧(亲属,妻 妹)	交易	处以罚款30万 元
2013年4号	李某(国资委副 主任)	谭淑智(夫妻)	未交易	未处罚
2013年14号	包维春(上市公 司总会计师)	冯振民(不明)	未交易	处以罚款30万 元
		吴春永(不明)		
2013年16号	张建伟(上市公 司董事)	王敏文(不明)	未交易	未处罚
	王敏文(第一次 信息受领人)	刘晓霖(夫妻)	交易	认定为共同内 幕交易,没收 违法所得4.1 万余元,并对 两者共处罚款 4.1万余元
2013年18号	徐某(母公司实 际控制人)	罗永斌(朋友)	未交易	未处罚

续表

处罚决定书	信息传递人 (身份)	信息受领人 (与传递人关系)	信息传递人 是否进行 内幕交易	对信息传递人 的处罚
2013 年 19 号	刘某(收购方董事长顾问)	郭红莲(朋友,丈夫为其高中老师)	未交易	未处罚
2013 年 20 号	刘某(收购方董事长顾问)	罗明(朋友)	未交易	未处罚
2013 年 35 号	姚某峰(收购方董事长代理人)	朱建峰(朋友,大学校友)	未交易	未处罚

2. 我国信息传递和交易推荐规制的构成要件

(1) 主体要件:与日本法不同,我国证券法上内幕交易规制的主体更为广泛,不仅限于第一次受领人,还包括第二次以下受领人^[44],实践中也有对第二次受领人进行处罚的先例^[45]。因此,我国证券法上信息传递和交易推荐规制的主体范围也更广,不仅包括上市公司的有关人员等,也包括也包括从该等人员处直接或间接获得内幕信息的人员。

(2) 主观要件:我国证券法使用“泄露”内幕信息而非“传递”内幕信息的字样,这本身足以说明对行为人的主观认识有一定要求,即要求故意或过失地“泄露”内幕信息。故意是指行为人意图通过信息传递或交易推荐而使他人获利或回避损失,不过如何认定行为人具有该目的则是实践中一大难点。一般而言,信息传递人与信息受领人之间都存在一定的利害关系,例如,在上述处罚案件中夫妻关系最多(8起),朋友关系次之(5起),亲属关系3起,前同事关系1起。因此,可以根据利害关系远近的不同,要求不同程度的举证责任。比如,信息传递人与信息受领人是夫妻关系的,可以推定存在上述目的,除非被反面证据所推翻;信息传

[44] 理论上可以通过列举的方式对“内幕信息的知情人”的范围作近乎无限的扩充,但无论怎样规定,都不能扩充至所有知悉内幕信息的人。参见前注[3],第106~107页。

[45] 例如,中国证监会行政处罚决定书2010年32号(张蜀渝为第一次受领人,徐琴为第二次受领人);2012年37号(章敏芝为第一次受领人,周星夫为第二次受领人);2013年16号(王敏文为第一次受领人,刘晓霖为第二次受领人)。

递人与信息受领人是亲属、朋友或同事等关系的,不能直接推定,应根据相关证据综合判断。这一方法可以从《指引》第14条的规定中找到根据。此外,如果信息传递人仅因为不够谨慎而导致内幕信息过失“泄露”出去,可认定为情节轻微,免于处罚。^[46]

(3)结果要件:我国证券法虽未明确规定以信息受领人实际进行内幕交易的结果作为处罚信息传递或交易推荐的前提,但在证监会已实际处罚的4起案件^[47]中信息受领人都实际进行了内幕交易。与日本法类似,我国证券法的立法宗旨也是维护证券市场的公平和秩序,保护投资者利益。因此,不单独处罚未造成实际危害的信息传递或交易推荐可以说是该立法宗旨的应有之意,也可以节约执法成本。我国证券法在修改时可以考虑对这一结果要件进行明确规定。

(二) 违法所得计算方法的重构

1. 对内幕交易人的处罚

(1) 现行计算方法的问题所在

与日本法不同的,我国对内幕交易进行行政处罚的目的不仅是剥夺行为人的违法所得,还可以通过罚款的方式对其进行制裁。罚款分为两种情形:一是违法所得在3万元以上的,以违法所得为计算标准,处以其1倍以上5倍以下的罚款;二是违法所得低于3万元或没有违法所得的,可酌情处以3万元以上60万元以下的罚款(《证券法》第202条)。可见,除没收违法所得以外,罚款金额也主要是以违反所得来计算的。关于违法所得的计算方法,《指引》第23条提供了以下两种公式:

a. 违法所得(获得的收益) = 基准日^[48]持有证券市值 + 累计卖出金额 + 累计派现金额 - 累计买入金额 - 配股金额 - 交易费用

b. 违法所得(规避的损失) = 累计卖出金额 - 卖出证券在基准日的虚拟市值 - 交易费用

[46] 例如,中国证监会行政处罚决定书2013年16号中的张建伟。

[47] 参见中国证监会行政处罚决定书2010年32号(况勇、张蜀渝);2010年44号(秦少秋);2012年24号(肖家守,肖传健);2013年14号(包维春)。

[48] 以内幕交易行为终止日、内幕信息公开日、行政调查终结日或其他适当时为基准日。参见《指引》第22条。

从这两种公式可以看出,证监会通过区分行为人买卖证券是获得收益还是规避损失,采用了不同的计算方法。这两种计算方法的思路有着明显的不同:当内幕信息为利好消息,行为人试图以先买后卖的方式获得收益时,违法所得主要是行为人实际买卖证券的差价加上其尚未出售证券的市值;当内幕信息为利空消息,行为人试图以卖出证券的方式规避损失时,由于只存在一次交易,无法通过买卖差价计算,违法所得主要是实际卖出金额减去卖出证券在内幕信息公开日的虚拟市值。该虚拟市值是以卖出证券数量乘以公开日该证券的收盘价来计算的。因此,有学者指出因为监管逻辑不一致有可能导致计算违法所得过少的情况出现。^[49]此外,第一种计算方法以行为人实际获得的收益为基准,不仅过于复杂,还存在以下难点:

①行为人买入证券后未出售而继续持有时,虽然证监会可责令其先处理证券,再没收违法所得和罚款。但如果证监会查处内幕交易的时间与内幕信息公开日相隔过久,此时内幕信息对股价的影响可能已不复存在,以此时的证券价格作为处罚行为人的依据,其合理性值得商榷。并且行为人此时处理证券后的违法所得具有不确定性,可能造成其最终受到的罚款数额差别巨大。例如,如果此时的违法所得在3万元以上,行为人被追加罚款可在1倍至5倍之间;如果违法所得不足3万元或出现亏损,行为人被追加罚款只是3万至60万元之间^[50]。正因为如此,证监会在进行处罚时,往往并不看重责令处理证券后的实际违法所得额,而是在没收违法所得的基础上,直接给予60万元以下的罚款。^[51]但该做法可能与《证券法》202条确立的处罚原则相悖。

②行为人买入证券后虽已出售但实际亏损时,虽然证监会可直接给予3万元以上60万元以下的罚款,但确定该罚款金额的依据不甚明确,

[49] 同前注[3],第128页。

[50] 例如,中国证监会行政处罚决定书2012年37号责令庄坚毅自收到本处罚决定书之日起7个可交易日内,依法处理“粤照明B”股票;如有违法所得,没收庄坚毅违法所得,并处以违法所得一倍罚款;如没有违法所得或者违法所得不足3万元的,对庄坚毅处以港币20万元罚款。

[51] 例如,中国证监会行政处罚决定书2010年44号(张小坚60万元);2011年47号(方清4.88万元);2012年23号(沈少玲60万元);2012年46号(陈宝庆、李文静各5万元);2013年13号(齐凯、张进才各30万元)。

标准也有待统一,而且此时罚款的上限也只有60万元。^[52]

(2) 违法所得计算方法的重构

在日本法上,无论行为人通过买卖证券是获得收益还是规避损失,其违法所得为:行为人实际买入或卖出的金额与内幕信息公开后2周内证券的最高价或最低价之间的差价^[53]。该计算方法的思路与我国第二种计算方法的思路是一致的,即不以行为人实际获得的收益为基准,而是以内幕信息公开后行为人可能获得的最大利益^[54](与虚拟市值的差价)为基准。对于虚拟市值的认定,日本法一开始选择了内幕信息公开日之次日的收盘价,但通过2010年《金融商品交易法》的修改,改为内幕信息公开后2周内证券的最高价或最低价。理由是内幕信息在公开后对证券价格的影响并非一天就结束,而是会持续一段时间,因此选择公开后2周内的最高价或最低价是更合适的^[55]。因此,我国证券法有必要借鉴日本法,统一监管思路,将内幕信息公开后行为人可能获得的最大利益作为违法所得进行计算,至于虚拟市值基准日的选择,应在考虑我国证券市场上内幕信息公开后对证券价格实际影响范围的基础上最终确定。

此外,从日本法的对比中可以看出:我国在计算违法所得时并没有区分行为人进行内幕交易是为自己利益还是为他人利益。但实践中确存在行为人为他人利益进行内幕交易的可能,例如,证券投资基金经理为客户利益进行了内幕交易的,很难说其违法所得就是客户最终获得的利益,以客户获得的利益作为对其处罚的标准也是不恰当的。可以考虑以行为人通过该内幕交易可能获得或增加的最大报酬额作为其违法所

[52] 如中国证监会行政处罚决定书2010年22号(辽源得享30万元,辽河纺织30万元,由春玲60万元,赵利3万元);2010年40号(北孚集团50万元,倪锋15万元,柳驰威3万元);2011年57号(岳远斌20万元);2012年14号(王东海4万元,黄成仁3万元);2012年37号(王建辉5万元);2012年54号(马刚3万元);2013年2号(李国刚30万元);2013年4号(谭淑智3万元);2013年14号(吴春永30万元);2013年29号(朱敖娣3万元)。

[53] 同前注[8],第309页。

[54] 该最大利益既包括可能获得的最大收益,也包括可能避免的最大损失。

[55] [日]黑沼悦郎“公正・透明で信頼性のある市場の構築:課徴金制度等に係る平成20年金商法改正”,大証金融商品取引法研究会報告2011年3月25日,第4~5页。

得,在此基础上加以没收和罚款。

2. 对信息传递人或交易推荐人的处罚

如上所述,我国证券法已将内幕信息传递人或交易推荐人作为规制对象,但证监会对这些人员进行处罚时选取了不同的标准,具体而言出现以下五种做法:

(1) 信息传递人或交易推荐人自己进行了内幕交易时,①如果实际获得收益,仅针对其交易行为进行处罚,不考虑其传递行为;^[56]②如果实际亏损,直接处以一项罚款,未区分交易行为和传递行为的比例。^[57]

(2) 信息传递人或交易推荐人没有进行内幕交易时,③将信息传递人或交易推荐人与内幕交易人合并进行处罚,不加以区分;^[58]④或者在处罚内幕交易人的同时,也单独处罚信息传递人或交易推荐人;^[59]⑤或者只处罚内幕交易人,未追究信息传递人或交易推荐人的责任。^[60]

造成上述问题的原因在于:信息传递人和交易推荐人本人如果未进行内幕交易,一般不存在违法所得,但《证券法》第 202 条确立的处罚原则又是以违法所得为标准的,这就对实际处罚造成了困难。既然我国证券法已承认单独的信息传递和交易推荐具有可罚性,因此有必要借鉴日本法,确立对信息传递人或交易推荐人处罚的新标准。例如,以内幕交易人违法所得的一半作为信息传递人或交易推荐人的处罚标准;如果信息传递人或交易推荐人是从事证券中介业务或证券承销业务的人员,有必要加大处罚力度,以其通过该信息传递或交易推荐可能获得或增加的最大报酬额作为违法所得,在此基础上加以没收和罚款。

[56] 例如,中国证监会行政处罚决定书 2012 年 37 号(王建辉 5 万元,章敏芝 5 万元)。

[57] 例如,中国证监会行政处罚决定书 2010 年 40 号(倪锋 15 万元);2012 年 46 号(陈宝庆 5 万元);2013 年 2 号(李国刚 30 万元)。

[58] 例如,中国证监会行政处罚决定书 2010 年 18 号(马中文共 9.8 万余元);2012 年 49 号(费智共 5 万元)。

[59] 例如,中国证监会行政处罚决定书 2010 年 32 号(况勇、张蜀渝各 3 万元);2010 年 40 号(秦少秋 20 万元);2012 年 24 号(肖家守 15 万元,肖传健 3 万元);2013 年 14 号(包维春 30 万元)。

[60] 例如,中国证监会行政处罚决定书 2011 年 41 号(蔡朝辉);2011 年 57 号(马某);2013 年 4 号(李某);2013 年 16 号(张建伟:情节轻微,免于处罚);2013 年 18 号(徐某);2013 年 19 号、20 号(刘某);2013 年 35 号(姚某峰)。