

美国规制内幕交易的新 近发展及对我国的启示

张丽珍

摘 要: 2000 年美国 SEC 在制定公平披露规则的同时制定了规则 10b5-1 和规则 10b5-2。规则 10b5-1 规定,如果交易人在买进或卖出证券时“知道”该有关发行人或证券的非公开的重大信息,那么他的证券交易就属于内幕交易。规则 10b5-2 规定,家庭成员之间或其他个人关系之间私用机密信息也应承担私用理论下的责任。文章最后指出,我国法律应该将内幕人员的家庭成员也纳入内幕交易人的范围。

关键词: 内幕交易;规则 10b5-1;规则 10b5-2;启示

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2002)06-0056-04

证券市场中的违规行为之一——内幕交易一直是美国国会以立法加以规制的重点,也是美国证券交易委员会(SEC)重要的监管对象,在制定了行政规则 10b-5 作为 1934 年《证券交易法》第 10 节(b)的实施规则后,SEC 又颁布了新规则来进一步细化和补充规则 10b-5,即规则 10b5-1 和 10b5-2。该规则的草案自去年 12 月公布以来,已有大约 5 000 名普通公众对草案提出意见或发表评论。可以说,该两个规则引起了普通投资者的广泛关注。

一、10b5-1

1. 规则 10b5-1 的立法背景 首先让我们先来看一个案例:2000 年初,SEC 指控 Hahn Truong 进行证券内幕交易。对 SEC 来说,加利福尼亚生物科技公司的分子动力学股票的交易看起来不禁令人起疑。事情是这样的,Hahn Truong,是一个软件公司的经理,他卖掉了他所有的股票。他的弟弟们和朋友也同样卖出了股票。Truong 贷给他一个弟弟 \$15 000 以卖出该公司的更多股票。所有这些发生在报告公开之前,该报告指出,分子动力学股(现在已不在进行交易)已不能达到预期的财政收入且股票一夜之间贬值 38%。但是,4 月,加利福尼亚州的一个法官驳回了这一指控的大部分,因为法院裁决,SEC 代表没有证明 Truong 拥有或利用内幕信息进行证券交易。

内幕交易中一直未解决的一个问题是:交易人拥有内幕信息和他进行交易之间是否必须有因果关系。在强制执行案件中,SEC 认为,交易人都知道拥有内幕信息而进行证券交易时,他应承担相应责任。相反的观点是,交易商不承担责任,除非他利用内幕信息。SEC 在

2000年8月10日的33-7881号文件中规定规则10b5-1采用“知道”标准(10b5-1以及下面提到的10b5-2是与《公平披露规则》同时颁布的)。

2. 规则10b5-1的内容 规则10b5-1(a)规定,1934年证券交易法10(b)节和SEC的规则10b-5都禁止发行人基于非公开的重大信息买进或卖出证券。

在规则10b5-1(b)中,SEC试图根据规则的目的界定“基于”非公开的重大信息的含义。这一款规定,如果交易人在买进或卖出证券时“知道”该有关发行人或证券的非公开的重大信息,那么他的证券交易就是“基于”非公开的重大信息进行的。

正如所通过的正式法律文本,(c)(1)(i)段规定了一般规则外的积极抗辩,这适用于交易的个人,也适用于实体。为满足这个条款,该交易人必须具备几个要素。

第一,该人必须证明,在知道该内幕信息之前,他或她已缔结了买卖证券的有约束力的合同,或已向另一人发出了为指示人的利益而实施交易的指示,或通过了进行证券交易的书面计划。

第二,该人必须证明,就买卖证券而言,合同、指令或计划(1)明确规定了价格、数量和日期;(2)规定了确定价格、数量和日期的书面公式、演算方法或计算机程序;或者(3)不允许该人对证券买卖的方式、时间和是否进行买卖施加影响;前提是施加这种影响的其他人在行为时不知道非公开的重大信息。

第三,该人必须证明发生的买卖是根据先前的合同、指令或计划进行的。如果缔结合同、指令或计划的人变更或偏离了合同、指令或计划,或缔结或变更了关于那些证券的相应交易,那么该证券买卖不是根据合同、指令或计划进行的。

另外,(c)(1)(ii)段规定,只有当合同、指令或计划是善意缔结的,且不是逃避本节任何禁止性规定时,(c)(1)(i)段中的除外规定才可用。

如上所述,规则10b5-1(c)规定了两个积极抗辩,个人和机构投资者都可享有上面所述的10b5-1(c)中的抗辩。

规则10b5-1(c)(2)规定了另外一积极抗辩,即“一人不限于自然人”可证明其买卖证券的行为不是“基于”非公开的重大信息,如果该人能够证明:(1)代表实体(传统上是基于SEC规则10b-18进行股份回购的公众持股公司)做投资决定的个人不知道有关发行人或证券的任何非公开的重大信息,且(2)实体本身已建立了合理的政策和程序以确保为其做投资决策的人不违反禁止内幕交易的法律。

3. 对规则10b5-1的评价 在规则10b5-1制定之初,一些评论家指出,“利用”标准更受欢迎,只有当掌握内幕信息的人利用该内幕信息进行证券买卖时才承担内幕交易下的责任。其实,掌握非公开的重大信息的投资人进行证券交易时,很难说他到底是利用该内幕信息还是凭其敏锐的市场感觉或技能而并没有利用其已知道的内幕信息,而到底利用还是没利用已知道的内幕信息又纯粹是大脑中主观的东西,在实践中对其加以证明是有一定难度的,可以推定证券市场中的投资者都是趋功近利的,在知道内幕信息的投资者进行了内幕交易时,投资者知道内幕信息就能推定他利用了该信息。因此,“知道”比“利用”能更有效地服务于内幕交易法的基本目标——保护投资者对市场完整性的信心。“知道”标准反映了一般的公众概念,即知道内幕交易信息的交易人在做交易决定时不可避免地会利用该信息。

另外,明确的“知道”标准比推定或“有力的推论”方法有更大的明晰性和确定性,进一步明确和巩固了现存的内幕交易法。并且,规则更明确和更清晰地规定内幕人员如何计划他

们的证券交易从而有利于公司内幕人员。规则还为当一人不知道非公开的重大信息时如何计划将来的交易而不致承担责任提供了明确的指导。这个指导将使公司内幕人员更容易地根据禁止内幕交易的法律来进行行为。

另外,规则 10b5-1 规定的“知道”标准用概括一切的语言将“知道”内幕信息而进行证券交易的行为都纳入内幕交易的范畴,这难免会带有绝对性的特点,也是其缺陷。而规则 10b5-1(c)中的积极抗辩通过例外情况的规定为规则本身增加了灵活性。

二、10b5-2

1. 规则 10b5-2 的立法背景 在讨论该规则的内容前也让我们先来看一个案例:该案例是迄今为止,美国历史上涉及人员最多的一个内幕交易案。美国 SEC 1999 年 5 月 26 日提起诉讼,指控 25 人在 IBM 收购莲花发展公司中买卖莲花发展公司的股票和期权进行内幕交易。

25 人中的 15 人在审判前和 SEC 达成和解,一名被告在审判过程中和 SEC 达成和解,法院判决大部分达成和解的被告退回非法所得,另加判决前利息和一定数额的民事罚款,并对他们颁发禁令,禁止他们以后违反《证券交易法》的 14(e)节和其下的规则 14e-3,或禁止他们违反《证券交易法》10(b)节和其下的规则 10b-5。另两名被告同意在审判中约定责任。其余的 7 名被告,4 人被陪审团判令承担违反《证券交易法》14(e)节和其下的规则 14(e)-3 下的责任。3 人被陪审团判定不承担责任。

该案从 1999 年 5 月 26 日起诉,到美国纽约南区院于 2001 年 8 月 27 日作出最后判决,历时两年零 3 个月,而若从 IBM 1995 年 6 月 5 日宣布收购莲花发展公司所起,则历时 5 年之久。原因之一在于,有其他 21 名被告在法庭上与 SEC 争辩,他们坚信控方证据不足。美国 SEC 确实面临不小的挑战,因为除 1 人外,其他人都不是 IBM 或“莲花”的雇员,他们不直接掌握任何“内幕信息”。在辩方看来,他们对 IBM 和“莲花”的股东不应负有诚信责任,因此,当其从他人那里得到小道消息时,有权自由买卖股票。很显然,从对该案的审判可以看出,内幕人员的亲属或朋友只要从内幕人员那里得到内幕信息,他亦负有信托或信任义务,不应利用内幕信息进行证券交易,为进一步减轻法院的庭审负担,切实保护投资者的利益,在法令中明确规定内幕人员的亲属或与其具有私人关系的人的信托义务势在必行。

2. 规则 10b5-2 的内容 根据这一规则,接受机密信息的人负有信托或保密义务,且在下列情形下应承担私用理论下的责任:

(1) 当一人允诺为一信息保密时。(2) 当传达信息的人和接受信息的人之间有分享秘密的做法、惯例或模式,且当事人有对该机密的合理期望时;证券交易委员会认为这种对机密的合理期望是相互的,即信息传达人和信息接受人对对方都有合理期望。(3) 当提供信息的人是信息接受者的配偶、父母、子女或兄弟姐妹时,除非能肯定地证明:虽然他们之间有家庭成员关系,但他们没有对该信息的机密性的合理期望。

3. 对规则 10b5-2 的评价 规则 10b5-2 通过行政规则的形式对负有信托或信任义务的人作出相关规定,从而对实践中负有此种义务的人的行为有明确的指引作用。另一方面,也对法官在审理相关此类案件提供了指导和参考。

在规则制定过程中,一些人为这个规则将破坏私人 and 家庭隐私表示担忧。该规则并没

有干涉特定家庭或私人关系的目的;相反,他的目标是通过禁止不当的内幕交易保护投资者和维护国家证券市场的完整性和公正性。规则并不比现存判例法要求更多的对家庭关系干涉性的审查。现行判例法,例如 United States 诉 Chestman 和 United States 诉 Reed,已经确立了家庭成员关系详情的范围,如,他们以往分享秘密的做法和模式。通过列举的方式规定更明确的近亲属关系,规则 10b5-2 基本上采纳了建议稿的内容。该规则以非排外的方式列举了 3 种当事人承担证券交易法和规则 10b-5 下的“私用理论”下的信托或信任义务的情形。

三、对我国的启示

可喜的是,我国立法中已有了美国的 SEC 的规则 10b5-1 所阐明的“知道”标准的类似规定。早在 1998 年 12 月 29 日通过的《证券法》第 70 条规定,知悉证券交易内幕信息的知情人员或者非法获取内幕信息的其他人员,不得买入或者卖出所持有的该公司的证券,或者泄露该信息或建议他人买卖该证券。该条中的“知悉”和规则 10b5-1 中的“知道”标准有异曲同工之妙。

规则 10b5-2 中的规定值得我们借鉴。

我国法律中对内幕人员的最早规定是 1993 年 4 月 22 日国务院第 112 号令发布的《股票发行与交易管理暂行条例》。条例第 81 条第 1 款(十四)规定,“内幕人员”是指任何由于持有发行人的股票,或者在发行人或与发行人有密切联系的企业中担任董事、监事、高级管理人员,或者由于其会员地位、管理地位、监督地位和职业地位,或者作为雇员、专业顾问职务,能够接触或者获取内幕信息的人员。可见,该条例的规定还只限于美国法中的传统内部人的范畴。

1993 年 8 月 15 日国务院批准、同年 9 月 2 日国务院证券管理委员会发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》和 1998 年 12 月 29 日通过的《证券法》中所指的内幕人员范围依然类似于传统内部人的范畴。

可见,无论上面的条例、办法还是法律所规定的内幕人员中都没有涉及负有信托或信任义务的人。如果内幕交易的主体不包括上述人的配偶、家庭直系亲属或家庭信托人,那么法律所赋予上述人员的法律义务就变成了一纸空文,因为这些人可以利用其配偶、直系亲属等开展交易来规避法律责任。将家庭成员作为内部人可以基于以下 4 种理由:(1)内部人控制着家庭成员或是其信托人;(2)家庭成员之间存在诚信关系;(3)家庭成员之间存在依赖关系;(4)家庭成员之间存在泄露信息者—接受信息者的关系。

我国股市起步较晚,对其监管更是无太多经验可谈,自我创新需要时间和成本,不妨将国外相对成熟的证券市场监管经验拿来,取其精华,且结合我国实情,为我所用。我国是制定法国家,没有法规的明文规定,法官不敢直接判案,真正涉及有关负有信托或信任义务的人进行内幕交易的案件,由于无法可依,法官只能裁定不予受理或驳回起诉,使中饱私囊者逍遥法外,受害者因为起诉无门而失去对证券市场的信心。因此,我国在立法中不妨也将内幕人员(知情人)的配偶、直系亲属列入内幕人员的范围,以更有效地规制内幕交易行为,更切实地保护投资者的利益。

(作者单位:上海对外贸易学院)