

我国内幕信息受领人范围之检讨： 以偶然听闻内幕信息的人为中心

樊 健* 金昱晨**

摘要：我国证券法将证券内幕交易责任主体规定为“内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人”。内幕信息受领人属于内幕信息的知情人,但其范围我国证券法没有明确界定。李君刚案引发了关于偶然听闻内幕信息的人是否属于内幕信息受领人的思考。依据反欺诈理论,内幕信息受领人应以违反信义义务为识别标准,对其追究内幕交易责任要求受领人知道或应当知道传递人违反信义义务。内幕信息受领人的保密或戒绝交易义务是传递人信义义务的衍生,其中传递人是否获得个人利益并非所问。偶然听闻内幕信息的人非依靠信义关系、未采取非法手段获取内幕信息,不具有接收内幕信息的受领意思,对信息所有者并无义务。因此,本文认为偶然听闻内幕信息的人并非内幕信息受领人,要求其保密或戒绝交易缺乏法理基础,且法律遵循或执行成本过高。

关键词：内幕交易 信义义务 内幕信息受领人 偶然听闻

一、问题的提出：李君刚案所引发的思考

在李君刚案中,^①旗天科技寻找定向增发的合作方。2024年4月15日,七彩虹皓悦实际控制人万某和旗天科技控股股东的投资负责人韩某见面商讨收购旗天科技的相关事项。双方达成了旗天科技采用定向增发的方式来引入万某控制的七彩虹皓悦方面有关产业的意向。2024年7月26日,旗天科技发布《2024年度向特定对象发行

* 上海财经大学法学院副教授。

** 上海财经大学法学院硕士研究生。

① 中国证券监督管理委员会宁波监管局行政处罚决定书〔2025〕6号。

股票预案》等公告,披露旗天科技向七彩虹皓悦定向发行公司股份,发行股票完成后,七彩虹皓悦将成为旗天科技的控股股东,万某将成为旗天科技的实际控制人。宁波证监局认定,前述事项属于证券法第80条第2款第8项、第9项规定的重大事件。根据证券法第52条的规定,该事项在公开披露前属于内幕信息。该内幕信息的形成时间不晚于2024年4月15日,公开于2024年7月26日。

李君刚为七彩虹皓悦的员工,负责实体经营相关工作。2024年4月15日,李君刚在办公室门口听到韩某和万某谈论定增合作事项,并于2024年4月29日操作其亲属刘某某名下银河证券账户买入“旗天科技”72800股,成交金额303395元。经计算,“刘某某”账户在内幕交易敏感期内盈利260022.03元。

李君刚的抗辩理由之一是:其并非故意刺探获取内幕信息。其偶然听到万某和韩某可能开展合作的谈话,并不知道具体内容。其未在内幕信息形成期间参与讨论决策定增收购事项,其负责七彩虹皓悦有关实体经营事务,不参与资本运作。对此,宁波证监局认为:本案事实清楚、证据充分,李君刚自认听到万某与韩某的有关合作的聊天后进行涉案股票交易,违反了证券法有关禁止内幕交易的规定,依法应当对其进行处罚。

本案是我国为数不多的行为人因偶然听闻内幕信息并交易被课以行政处罚的案例。我国证券法本身并不禁止任何知悉内幕信息的人从事交易。根据证券法第50条的规定,只有内幕信息知情人与非法获取内幕信息的人才被禁止从事内幕交易。内幕信息知情人主要包括法定内幕信息知情人与内幕信息受领人。我国对于何谓内幕信息受领人并没有较为严格的界定,因此本案所引发思考的第一个问题是:我国对于内幕信息受领人究竟持有何种立场?接下来的第二个问题是:偶然听闻内幕信息的人是否属于内幕信息受领人之范畴?第三个思考是:即使我国对于内幕信息受领人范围持有较为广泛的立场,将偶然听闻内幕信息的人作为内幕信息受领人并对之进行规范,其成本收益为何。换言之,从立法政策的角度而言,我国证券法有无必要将偶然听闻内幕信息的人作为内幕信息受领人进行规范。

二、我国关于内幕信息受领人之界定

(一) 我国内幕信息知情人之界定根据

从我国证券法相关规定和证券市场监管实践可以看出,对于内幕交易责任主体

的界定存在不同的理论支撑,缺乏统一的标准。^①

我国证券法关于内幕信息知情人的规定部分借鉴了美国反欺诈理论体系中的传统信义义务理论。根据该理论,内幕交易罪的适格主体为公司内部人与临时内部人。前者表现为任职于公司的内部人员,如董事、监事、高级管理人员、控股股东与公司雇员等;后者表现为因业务关系而与公司存在一定关联的外部人员,如为公司工作的会计师、律师、承销商等。^②我国证券法第51条对于“内幕信息知情人”进行列举,第1到第5项规定的人员因其职务原因可以接触到内幕信息,符合公司内部人的基本特征;第6到第8项规定的人员因业务联络原因能够接触到内幕信息,符合公司临时内部人的特征。第9项作为兜底规定采用了授权立法,即“国务院证券监督管理机构规定的可以获取内幕信息的其他人员”。

与之不同的是,最高人民法院于2011年印发的《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(以下简称《行政纪要》)在行政处罚领域引入内幕交易推定制度。其中,“联络接触+交易”型内幕交易推定实质上将内幕交易规制范围扩大到任何拥有内幕信息的人。同理,最高人民法院和最高人民检察院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《“两高”解释》)虽然在形式上区分了“内幕信息知情人员”和“非法获取内幕信息的人员”,但“非法获取内幕信息的人员”包括了“在内幕信息敏感期内,与内幕信息知情人员联络、接触,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的”^③,意味着任何人这么做都可能构成内幕交易。上述规定体现出信息平等理论的影响,将内幕交易责任主体范围扩大到了任何拥有内幕信息的人。但是,对内幕交易主体所做的扩大解释超越了证券法条文本身的含义,实质是对上位法律证券法的越权解释。^④信息平等理论的系统阐述源于Texas Gulf Sulphur案,认为无论是否负有信义义务,任何拥有重大内幕信息的人都必须向公众披露有关信息或者戒绝交易。^⑤该理论的核心要义是保障投资者享有平等的信息占有权,进而维护证券市场的公平性基础。依托其构建的信息占有标准,对内幕交易行为主体的范围采最

① 参见赵姗姗:《法益视角下证券内幕交易罪主体范围的规范构造》,载《政治与法律》2018年第10期。

② 参见[美]马克·斯坦伯格:《反思证券法》,林少伟、唐林焱译,上海人民出版社2025年版,第191页。

③ 《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》第2条第3项。

④ 参见邢会强:《我国内幕交易推定制度的收缩与完善》,载《政法论坛》2025年第5期。

⑤ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 848 (2d Cir.1968).

广义解释,将“是否占有内幕信息”作为认定内幕交易责任主体的核心要素。^① 信息平等理论从结果出发来划定内幕信息知情人的范围,意味着知悉内幕信息人的身份、知悉内幕信息的行为方式无法被纳入考量,不能有效区分法律上应作不同评价的行为,不可避免地带来适用上的不确定性和过度扩张解释的倾向。

自1998年证券法明确规定内幕交易责任主体范围以来,历经2005年、2019年两次修订,现行证券法保持了列举知情人类型的一贯逻辑,与反欺诈论中内部人、临时内部人存在一定的对应关系。因此,可以认为当前证券法主体立法在内幕交易责任主体范围界定的问题上以反欺诈理论为基石。

根据反欺诈理论,内幕交易责任产生于行为人基于特定身份或特定行为而对内幕信息财产的欺诈性侵害。^② 美国最高法院在1980年的Chiarella案中建立了传统信义义务理论,否定了信息占有标准,认为只有在基于信托或保密关系而存在披露义务的情况下,才可能产生《证券交易法》第10(b)条规定的责任。^③ 1983年,美国最高法院在Dirks案对信息传递理论进行了系统性阐述。法院驳回了下级法院认为从内部人或其他接触重大非公开信息的人处知悉该信息后,接收内幕信息的人被视为与内幕信息传递人处于同等地位的观点,进一步指出内幕信息受领人并不天然具有信义义务,是由于传递内幕信息的人具有信义义务,信息受领人知道或应当知道信息传递人传递信息的行为构成对信义义务的违反,从而继受了传递人的信义义务。^④ 特定反欺诈法律义务的存在是内幕交易责任成立的前提,占有内幕信息这一事实本身并不直接产生法律义务。^⑤ 据此,内幕信息受领人保密或戒绝交易的义务是内幕信息传递人信义义务的衍生,我国证券法确定内幕信息受领人范围时应以判断是否违反信义义务为核心。

(二) 我国内幕信息受领人之构成

1. 内幕信息传递人违反信义义务传递信息

我国证券法第51条列举的内幕信息知情人类型均体现了行为人与公司存在某种身份上的关联。公司的内部人如董事、高管等基于职务与公司之间存在信托关系,

① 参见曾洋:《证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开》,载《中国法学》2014年第2期。

② 参见缪因知:《反欺诈论下的内幕交易类型重构:原理反思与实证检验》,载《法学家》2021年第1期。

③ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 227-28, 235 (1980).

④ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 662 (1983).

⑤ 参见[美]郝山:《中国过于宽泛的内幕交易执法制度——定法授权和机构实践》,载《交大法学》2014年第2期。

对公司负有忠实义务和注意义务,他们是天然的内幕信息知情人。并非公司内部人但基于法律、合同的授权合法获知内幕信息的外部人亦对公司负有保密义务。他们与公司之间存在一种信托或保密关系,默示其仅会为了公司目的获取非公开信息,并对获得的信息予以保密。若内幕信息知情人利用身份、职务的便利传递内幕信息,就违背了信任关系原来设定的目的,这种行为构成对信义义务的违反。不当传递内幕信息的违法本质是违背了合法授权,使公司以外的人在市场上具有了超过其他一般投资者的信息优势地位。^①

内幕信息传递人对传递行为应具有知悉行为违法性的故意。这里的故意包括间接故意,即放任。放任指高度不合理、严重背离日常谨慎标准,在内幕信息传递中,是指传递人知道或应当知道受领人能够据此进行内幕交易,而无须实际确认其利用了内幕信息。例如,2010年证监会公布的况勇泄露内幕信息案中,况勇是内幕信息知情人,其在家中通过电话讨论重组事宜,但未向配偶说明过细节。处罚书认为况勇“本应保持高度的注意与谨慎,认真做好相关信息的保密与管理,但却未采取必要的保密措施,将有关内幕信息泄露给其配偶”。^②明知存在内幕信息被他人利用的可能性,却不加以事前防范或事后补救,可以认为构成故意要件。如果内幕信息知情人已经尽到注意与谨慎的义务,仍然不知道或不应当知道内幕信息可能被他人利用进行交易,即在“言者无心,听者有意”的情形下,言者并非内幕信息传递人,否则被他人窃取、骗取、套取、窃听内幕信息的知情人也可能被追责。

2. 内幕信息接收人明知或应知传递人违反信义义务

内幕信息受领人与内幕信息接收人并非同一概念,接收内幕信息的人未必是承担保密义务的内幕信息受领人。因为他人透露而间接获得内幕信息的人,并不当然负有信托义务,也并不当然地被禁止从事交易,他们的义务和责任取决于传递人的义务和行为。仅仅掌握内幕信息并非禁止内幕交易的原因,而是要看内幕交易方与交易相对方是否存在受托或保密义务,否则就不能认为拥有内幕信息的人员从事的交易是非法的。^③例如有人私自将内幕信息上传到论坛,大量网民将掌握内幕信息并进行交易,但此时不应当将网民视为内幕信息受领人并追责。从前述内幕信息传递人处获知内幕信息的人,若明知或应当知道传递人违反信义义务而泄漏信息,那么该内

① 参见姜伟:《内幕交易罪主体认定中的三个疑难问题》,载《经济刑法》2017年第1期。

② 中国证监会行政处罚决定书〔2010〕32号。

③ 参见缪因知:《反欺诈论下的内幕交易类型重构:原理反思与实证检验》,载《法学家》2021年第1期。

幕信息接收人即为内幕信息受领人,将继续受内幕信息传递人对公司及其股东的保证人地位,对公司及其股东负有保密或戒绝交易的信义义务。

在美国法下,对于内幕信息受领人是否知晓传递人违反信义义务的问题,除有证据证明传递人从受领人处获得一定对价外,一般可通过基础事实与情境推定。当内幕信息传递人与内幕信息受领人之间存在长期稳定的情感、经济关系,即双方过去与现在关系密切或有利益关联,内幕信息传递人泄露了内幕信息将使得内幕信息受领人知道或应当知道传递人有使自己获益的意思。由此可以推定内幕信息受领人知道传递人违反信义义务。此外,内幕信息受领人的工作和投资经历等也可推定其明知或应知内幕信息传递人违背了信义义务,即受领人的能力、知识、经验足以发现非公开信息的来源可能是违法的,却避免去查证传递人是否违反信义义务和信息来源是否合法,可以推定其知情。^① 本文认为,内幕信息受领者的成立需要基于信息传递者的传递意思与受领者的受领意思,且双方均知晓信息的内幕性。^② 明知或应知传递人违反信义义务的内幕信息受领人,即为内幕交易规范的主体。

3. 内幕信息传递人是否获得个人利益并非所问

在 *Dirks* 案中,法院指出只有当知情者为个人利益而透露内幕信息时,才构成对其信托义务的违反。其确立的个人利益标准是广泛的、宽松的,并不局限于金钱利益,也包括未来可转化为金钱利益的名誉利益,作为礼物进行馈赠的人情利益以及希望接收人获益的意图等。^③ 这些都可以推断出传递人从接收人处获得对价的关系成立。该案确立了一个宽泛的“个人利益”标准。*Newman* 案件中,法院却将个人利益所指向的范围大大缩小,原告须证明“内部人与消息受领人之间存在对价关系或内部人有意使消息受领人因此获益”且该利益应当是“客观的、重要的,和至少代表潜在的金钱利益或类似价值性质的交换”。^④ 此后,2015年美国国会提出三个草案尝试将个人利益从内幕交易的定义中删去;2015年6月6日的 *Salman v. United States* 案法院又明确表示拒绝适用 *Newman* 案对于个人利益的标准。^⑤ 可见个人利益标准本身的理论基础和司法实践仍处于争论和变动的过程之中,边界并非完全清晰,责任认定上面临不确定性。

① 参见朱大旗、陈鹏:《反欺诈论下泄露型内幕交易推定的适用及其限度》,载《法律适用》2022年第4期。

② 参见赵姗姗:《法益视角下证券内幕交易罪主体范围的规范构造》,载《政治与法律》2018年第10期。

③ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 662 (1983).

④ *United States v. Newman*, 125 YALE L.J. 1482, 1496 (2016).

⑤ *Salman v. United States*, 137 S. Ct. 420 (2016).

将个人利益作为构成内幕交易的构成要件将面临一些现实的问题。其一,在一些情况下,传递者可能是出于揭露公司腐败、泄愤等与个人利益无涉的动机而泄露内幕信息,但按照个人利益标准,这种行为可能不被认定为违法。其背后的理念在于,不为了个人利益的选择性披露是被允许的。^①但是,2000年SEC发布的《公平披露规则》规定,发行人和代表发行人行事的人在向公众公开披露之前,禁止选择性地向特定人或机构披露有关发行人的重大非公开信息。其目的就是建立起平等的披露机制^②,让所有投资者都能在同一时间获知公司重大信息,这使得个人利益标准失去了设立的正当性基础。其二,如前所述,内幕信息传递人的主观过错包括对于内幕信息被他人利用的放任心态。在放任的情境下,其客观上可能并没有实际获益的表现。此时监管机构若要处罚,对存在个人利益的举证面临很大困难^③,严守个人利益标准很可能将其排除在外。

本文认为,根据信义义务的要求,为个人利益而传递内幕信息固然违背了信义义务,但即使传递人并非为了个人利益,出于其他动机损害公司利益或明知有义务而不作为,也同样违反了信义义务。个人利益标准无法涵盖所有违反信义义务的情形,还为监管机构施加了过重的举证责任。因此,在某些情形中内幕信息传递人获得个人利益可以推定其存在泄漏信息的故意,但是个人利益并非违反信义义务、构成证券欺诈的必要条件。^④

三、偶然听闻内幕信息之人并非为内幕信息受领人

(一) 内幕信息传递人并未违反信义义务传递信息

信义义务源于公司内部人对公司及全体股东承担的特定信托关系。受托人不仅不能利用信托财产为自己谋取利益,也不能为第三人谋取利益。^⑤因职务或合同原因获得公司合法授权的人应当小心谨慎,依照善意行事,为公司的最佳利益服务。^⑥内

^① 朱子琳:《无偿泄密是内幕交易吗?——对美国泄密型内幕交易中个人利益标准的反思》,载《金融法苑》2020年第2期。

^② 施天涛、李旭:《从“选择性披露”到“公平披露”——对美国证券监管新规则的评价与思考》,载《环球法律评论》2011年第4期。

^③ 张心梯:《消息受领人偶然听闻之内线交易责任》,载《内线交易专题研究》,元照出版有限公司2023年版。

^④ 朱子琳:《无偿泄密是内幕交易吗?——对美国泄密型内幕交易中个人利益标准的反思》,载《金融法苑》2020年第2期。

^⑤ Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 907 (1961), p. 916.

^⑥ Guttman v. Huang, 823 A. 2d 492, p. 506.

幕信息传递人以故意或放任的主观状态传递内幕信息,构成对信义义务的违反。故意是指传递人知道受领人能够利用其传递的信息进行内幕交易。从法理上来看,明知属于典型的故意。而对于传递人应知却因为重大疏忽而不知道,属于一种间接故意,也符合主观要件的要求。对于传递人是否应知,应该遵循“理性人”的标准来判断,如果在当时的情形下,任何理性人尽到注意与谨慎义务就能够判断出会发生信息的泄露,那么传递人此时就应当承担违反信义义务的责任。

在偶然听闻内幕信息的情形下,信息的泄露属于意外事件而非出于传递双方的合意或单方的有意放任。在“理性人”的标准下,作为信息源的内幕知情人无从知晓其泄露了内幕信息,没有违反信义义务。

(二) 内幕信息接收人缺乏受领意思

内幕信息接收人作为公司的外部人,单纯地拥有内幕信息并非禁止其交易的理由。只有在明知或应知传递的信息为内幕信息的情况下接收内幕信息并进一步交易,才可能落入内幕交易责任规制的范畴。内幕信息受领人的特征在于具有接收内幕信息的受领意思,与传递方违背信义义务传递内幕信息的传递意思在主观上相关联。偶然听闻内幕信息的人有以下两点,使其区别于内幕信息受领人:其一,信息传递不具有指向性。偶然听闻内幕信息属于意外事件,通常发生在体育场馆、餐馆等公共场所。接收人被动地获知了部分未公开信息,传递人和接收人之间既不存在联络后的合意,也不存在某种特殊关系带来的默契。此时内幕信息的泄露是无意识的,偶然听闻内幕信息的人并非传递人主观意图上的受领方。其二,接收人对于信息性质不明知。偶然听闻内幕信息的人可能最初并不知道所听到的信息是内幕信息,这不符合内幕信息受领人“明知或应知传递人违反信义义务”的主观状态。或许在此之前投资者对于该证券已有关关注和考察,却可能因为被动知晓的信息被禁止交易,甚至落入内幕交易的监管打击范畴,有失公平。总之本文认为,偶然听闻内幕信息的人并非内幕信息受领人,不应当承担内幕交易责任。

(三) 域外类似案件的借鉴

偶然听闻内幕信息并进行证券交易的案例不少,域外司法判决的相关说理可兹镜鉴。

在 S.E.C. v. Switzer 案中,Switzer 在体育场看台偶然听见坐其前排的德州国际公司(TIC)高管 G. Platt 与配偶交谈。G. Platt 在谈话中提及摩根银行和 TIC 准备清算子公司 Phoenix,且目前有数家公司拟参与竞标。虽然 Switzer 认识 G. Platt,但在此期

间 G. Platt 并没有发觉 Switzer 在其后排并听闻了谈话内容。Switzer 随后将这一消息告知了共同投资的朋友, 几人均陆续购入了 Phoenix 公司的股票。SEC 指控 Switzer 等人违反内幕交易相关规定, 应当承担责任。美国地区法院在判决中指出: 其一, G. Platt 对妻子透露 Phoenix 公司清算事宜并没有违反其对公司的信义义务。本案中, G. Platt 谈及相关事项是为了对照顾小孩的家庭事务进行分配, 并非出于不适当的目的, 也没有因此获得任何个人利益, 因此 G. Platt 并未违反信义义务。其二, 即使符合前一要件, 由于没有任何证据证明被告 Switzer 等人知道或应当知道 G. Platt 违反信义义务传递信息, 被告 Switzer 等也不会继受 G. Platt 的信义义务。因此, 被告 Switzer 等不会因为进行证券交易而承担内幕交易责任。^① 值得关注的是, 法院在判决中特意说明: 《证券交易法》10b-5 并不禁止基于内部人员无意泄露的信息进行交易。偶然听闻他人提及内幕信息并利用, 不构成内幕交易。^②

作为证券市场建设的后发国家, 借鉴先行国家的经验与做法, 对我国而言既是机遇, 也是必要之举。我国证券法关于内幕交易知情人的范围进行了有限列举, 且列举思路类似公司内部人和临时内部人的区分, 就体现出受到美国法反欺诈论影响。但是我国实践中, 可能是出于更加严格监管的政策立场, 执法司法机构屡屡放松对内幕交易责任主体的认定, 以“持有并知悉内幕信息”为标准框定了宽泛的主体范围。^③ 这种倾向容易在证券市场产生寒蝉效应, 且将本就欠缺的执法力量进一步分散。本文认为可参考域外做法, 明确内幕信息受领人责任实质为派生责任, 即只有内幕信息传递人违反信义义务, 且内幕信息接收人知道或应当知道传递人违反信义义务时, 接收人才是内幕信息受领人。

(四) 李君刚案对前述理论的适用

根据美国的公司法原则, 董事和高级管理人员通常对公司及其股东整体负有信义义务, 在履行职务时对股东负有谨慎和忠实的受托责任。在本文所讨论的案例中, 李君刚并非七彩虹皓悦的董事或者高级管理人员, 仅凭雇佣关系并不当地构成信义关系。公司员工通常不具有受托人地位, 除非其同时担任公司代理人。^④ 员工在担任特殊职位而享有决策权、掌握客户名单或机密信息等情形下, 可能会被要求承担更

^① SEC v. Switzer, 590 F. Supp. 756, 765-66 (W.D. Okla. 1984).

^② 参见江朝圣:《偶然听闻重大消息可成为内线交易的内部人?》,载《内线交易专题研究》,元照出版有限公司2023年版。

^③ 参见李激汉:《新证券法下内幕交易主体范围确定之构想》,载《北方法学》2020年第6期。

^④ Renpak, Inc. v. Oppenheimer 104 So.2d 642 (1958).

高的保密义务乃至承担信托责任。李君刚主要负责实体经营,对资本运作既不参与也不知晓具体内容。因此,李君刚并不负有信义义务,更不是因信义关系获得的内幕信息。从行为上看,李君刚是在办公室门口无意听到相关信息,未采取违法手段,也不属于非法获取内幕信息的人。

韩某和万某作为信息占有人,在办公室内洽谈定增合作事宜是正常的商业信息流动,目前也没有证据证明其知晓李君刚听闻了交谈内容,因此韩某和万某没有违反各自对公司负有的信义义务。李君刚未采取不当的手段而是被动听闻相关信息,对于信息的传递不存在与韩某和万某事先达成的合意或者默契,且由于其并不参与资本运作,对信息内容的内幕性听闻时可能也缺乏认知,缺乏对内幕信息的受领意思。此外,由于李君刚是无意听闻,其不可能提前觉察而规避听到此信息。若被动听闻就要承担保密或禁止交易的责任,有失公平。在此情形之下,规范信息占有人的不审慎行为,才应是防止内幕信息泄露的重点。

综上,本文认为李君刚非因信义关系获取内幕信息、未采取非法手段不当获取内幕信息、缺乏对内幕信息的受领意思,其偶然获取内幕信息的行为应被排除在内幕交易的规制范围之外。

四、将偶然听闻内幕信息之人解释为内幕信息受领人的成本收益

(一) 证券监管的核心

我国证券监管的核心在于维护市场公平健全性和保护投资者信心。监管机构通过制定规则、监督交易行为、打击内幕交易等违法行为,维护市场公平性,提升市场效率,保护投资者免受欺诈、操纵和不公平行为的侵害,增强市场信心。在对证券市场的内幕交易问题进行规制时,监管部门需要平衡公平与效率,在严厉打击内幕交易行为的同时,又要保障市场信息合法流动。将偶然听闻内幕信息的人解释为内幕信息受领人对市场的影响存在清晰的两个面向。一方面,扩大了内幕交易责任主体的涵盖范围,有效防止异常交易者以“偶然听闻”为抗辩理由规避责任,强化法律的威慑力;另一方面则表现为个体合规风险的显著上升,举证难度的增加使得执法的不确定性更加严重,甚至影响市场信息流动与投资者信心。收益与成本两个方面围绕着证券监管核心目标形成动态平衡关系。将偶然听闻内幕信息之人解释为内幕信息受领

人是否合理,需从这两个方面结合监管尺度、举证标准、市场场景进一步综合判断。

(二) 收益

内幕交易行为与证券交易相伴相生,不断侵害资本市场的公平性。通过加强监管可以保护普通投资者的利益,免受拥有信息优势的内幕信息知情人的欺诈。将偶然听闻内幕信息的人归入内幕信息受领人,扩大了内幕交易责任规制的范围,促进证券市场的信息公平。

首先,从社会危害性来看,偶然听闻内幕信息同普通内幕交易一样会产生负面影响。将其认定为受领人并追责具有一定的合理性。利用信息不对等买卖证券对证券市场造成的负面影响包括降低市场流动性,扰乱公司信息披露时点,影响股价正确性等。这些成本均由公司本身和其他市场参与者负担,内幕交易人买卖证券时也不会将对社会的负外部性纳入考虑范围,因此无法作出使社会财富最大化的决策。^①其次,将偶然听闻者纳入内幕信息受领人,可以提升执法效率。被告究竟是偶然听闻还是知情人故意告知,对于监管部门而言证明难度很大。如果把构成内幕交易的要件简化,不再区分偶然听闻和主动获取,可以降低执法中的证据要求和举证难度,提升内幕交易案件的查处效率。最后,从强化监管威慑的角度来看,将偶然听闻者纳入受领人,行为人就不能以“偶然获取”作为抗辩事由逃脱责任,可以强化法律的威慑力。

(三) 成本

内幕交易的事实认定一贯是被聚焦的难题。根据《行政处罚法》第40条,《行政诉讼法》第69条、第70条以及《证券期货违法行为行政处罚办法》第5条,我国行政处罚采用了“事实清楚、证据确凿”的客观标准。有学者主张,行政证明标准应当与行政案件的具体性质和严重程度成比例关系,案件越重大复杂,证明标准应当越高。^②而内幕交易罚款金额巨大,部分处罚强度甚于刑事案件的罚金刑。因此,无论刑事诉讼中的“排除合理怀疑”还是行政处罚中的“事实清楚、证据确凿”,可以确定的是,对内幕交易的处罚应当遵循一个比较高的证明标准。^③从监管部门执法成本来看,即便实践中推定规则的适用不可避免,监管部门依然需要克制对推定工具的使用,形成具有说服力的证据链条证明存在“联络接触”“异常交易”等基础事实。常见的认定存在联络接触的证据形式包括口供的见面交谈、微信聊天记录、手机通话记录等。在偶

^① 参见庄永丞:《论外部人内线交易之证券诈欺责任》,载《内线交易专题研究》,元照出版有限公司2023年版。

^② 参见曹恒民:《行政诉讼中证明标准的重构》,载《法学杂志》2012年第8期。

^③ 参见邢会强:《我国内幕交易推定制度的收缩与完善》,载《政法论坛》2025年第5期。

然听闻内幕信息的情况下,能够证明联络接触的证据往往难以获得甚至并不存在,例如司机听到后排乘客的交谈,按摩师听闻客人电话谈话内容等。监管部门需要耗费大量资源核实信息获取的时间、场景、主观认知,且容易引发证据不足或事实认定争议。

从市场参与者信心角度,将偶然听闻内幕交易人解释为内幕信息受领人,模糊了个人偶然性的成功与违法行为的界限,使得合法的交易行为可能面临处罚且难以抗辩。一旦被认为可能“偶然获取了内幕信息”,投资者将会因为在价格敏感期内交易任何证券而承担严重的责任,而且严苛的举证责任几乎已经确保他们将被认定有罪,投资者很难自证清白。因而,普通市场参与者可能担心会偶然获取内幕信息而不敢正常交流市场相关信息,抑制市场信息的正常传播,危及市场的活跃度。

本文认为,应以违反信义义务为核心识别内幕信息受领人。虽然实践中常见行为人以“偶然听闻内幕信息”为由提出抗辩,但是可以通过证据和合理推定规则对其细分。既强调执法司法机关的举证责任,又不会让内幕信息受领人有借口逃脱监管。通过行为人与信息传递人具有密切关系、存在金钱交易、具有特殊的职业或投资经历等间接证据或一组事实,可以合理且有逻辑地指出部分声称“偶然听闻”的行为人实际上知悉或应当知悉信息传递人违反信义义务泄露内幕信息,具有受领意思,属于内幕信息受领人。即应坚持从事实入手,通过间接证据合理推定其知悉。如果不能证明,偶然听闻内幕信息者被动获取信息后加以利用的自由应被容忍,免于追究其责任,方能实现不枉不纵,维护市场公平与效率。

五、结 论

偶然听闻内幕信息的人是否属于证券法上的内幕信息受领人,是否需要承担保密或戒绝交易义务一直是莫衷一是的疑难问题。需要注意的是,内幕信息受领人与内幕信息接收人并非同一概念,接收内幕信息的人未必是承担保密义务的内幕信息受领人。对于内幕交易责任主体的界定,信息平等理论由于存在语义外延过宽、过度扩张解释的问题,不宜作为理论指导。本文认为应借鉴美国法的反欺诈理论并结合我国的监管实践,以违反信义义务为识别内幕信息受领人的核心。内幕信息传递人需要具有违反信义义务传递内幕信息的传递意思,内幕信息受领人需要明知传递者违反信义义务而接受的受领意思,内幕信息受领人的保密或戒绝交易义务是信息传

递人信义义务的衍生。内幕信息传递人是否获得个人利益并非所问,与结果无涉。偶然听闻内幕信息的人,未有积极的受领意思,未违反信义义务。本文认为偶然听闻内幕信息的人并非内幕信息受领人,是站在资本市场信息公平与市场效率相平衡的角度,达成法理内涵与执法活动的逻辑协调及价值统一。

(责任编辑:沙含 王昕宸)