

信息重大性“一价定律”与内幕信息形成时点

● 邢会强*

【内容摘要】 在证券法框架下,信息披露制度中应披露信息的重大性标准,与内幕交易规制中所涉内幕信息的重大性标准,应当具有同一性,此即信息重大性“一价定律”。若在我国执法与司法实践中,为追求信息的绝对平等而持续降低内幕信息的重大性认定门槛,将不可避免地引致披露信息重大性标准的同步下调。此种联动效应一方面可能造成信息披露内容的过载、冗余乃至对投资者的误导,另一方面也可能引发内幕交易领域的过度执法,最终抑制资本市场的活力与效率。因此,在内幕交易执法司法实践中,应摒弃绝对信息平等主义,转而坚持相对信息平等主义,注重维护信息重大性标准判定的一致性,科学认定内幕信息的形成时间,以理性、科学的法律实施为导向,以促进资本市场健康持续发展。

【关键词】 信息重大性标准 信息披露 一价定律 相对信息平等主义 内幕信息形成时间

一、背景与问题

党的二十届四中全会审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出,应提高资本市场制度包容性、适应性,健全投资和融资相协调的资本市场功能。其中,信息披露是贯穿证券法律制度的一条红线,与资本市场功能的实现密切相关。我国《证券法》第3条将“公开、公平、公正”(简称“三公原则”)作为《证券法》的基本原则,其背后的哲学是“市场哲学”——和行政法主要通过禁止或取缔等手段实现立法目的不同,证券法律制度主要通过信息公开的手段,来达到保护投资者的目的。^[1]它要求发行人真实、准确、完整地披露信息,使投资者在知情的情况下决

* 作者单位:中央财经大学法学院。本文系2025年司法部法治建设与法学理论研究部级科研项目“金融法的理论体系与制度构建研究”(课题编号:25SFB2038)的阶段性研究成果。

[1] 参见朱锦清:《这些果园是证券——兼评〈经济日报〉“庄园主”一文》,载《法学家》2000年第2期,第72-75页。

定是否投资,并为其投资决策的成败负责,即“买者自负”。^[2]然而,信息披露应当以信息的“重大性”(materiality)为标准,不是所有的信息都应披露,否则会导致信息过载或信息堆积,^[3]反而会干扰投资者的判断,减损对投资者的保护。^[4]信息披露与内幕信息判断的关联在于,如果发行人违反法定信息披露义务,则构成信息披露违法行为或虚假陈述行为,在具有重大性的信息未披露之前,任何人不得利用该信息进行交易,否则就会构成内幕交易并受到法律制裁。换言之,内幕交易就是行为人利用重大未公开信息(material nonpublic information, MNPI)所进行的交易。^[5]由此可见,判断是否构成内幕交易,关键点之一是行为人所利用的未公开信息是否具有“重大性”。

对于信息披露领域和内幕交易领域的信息重大性标准,我国学者此前已有若干相关研究。例如,有研究从体系解释出发,主张证券法“一体两面”的信息披露规则应以重大信息披露规则为基本框架,将虚假陈述和内幕信息作为违法行为的两个面相,三者所涉的信息范围及重大性标准应保持一致。^[6]也有学者认为,证券法的两大重要领域——信息披露和反欺诈制度可以通过“信息确定性”这一关键概念实现标准上的整合。^[7]然而,现有研究虽已触及信息披露与内幕交易在信息重大性标准上的表层联系,却未能深入阐释二者在法理逻辑与市场机制层面何以必须统一。

从证券法体系的内在一致性出发,信息披露与内幕交易规制作为信息规制的两大支柱,其“重大性”标准理应具备逻辑上的同一性。本文主张,二者应在概念界定与判断标准上实现统一,即确立信息重大性的“一价定律”。但是,在我国的执法司法实践中,目前却因监管机构内部分工的割裂,而形成了两个有差异的信息重大判断标准。尽管从长远看来,两套标准会逐渐趋同,但这一趋同结果可能导致的后果是信息重大性的认定标准被整体压低。

过低的信息重大性标准可能带来以下弊端:一方面,在信息披露领域会导致信息超载,甚至对投资者造成误导;另一方面,在内幕交易领域可能引发过度执法,危及交易安全,不利于资本市场的活跃。基于上述法律问题,本文首先分析我国信息披露与内幕交易在信息重大性标准上的实践分歧,继而论证二者统一于“一价定律”的法理正当性。随后,从信息平等理论出发,探讨其背后的多元价值平衡。最后,就信息重大性的具体判断标准及内幕信息形成时点的认定方法,提出体系化的完善建议,以期提高资本市场制度包容性、适应性,促进资本市场的健康与可持续发展。

二、信息披露与内幕信息的重大性标准及实践差异

(一)信息披露的重大性判定标准

关于信息披露的重大性标准,通过梳理证券法及中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)、各证券交易所发布的规章及规则,可以根据所处阶段的不同,总结为如下二元标准:首先,在证券发行

[2] 参见邢会强:《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》,载《中国法学》2019年第1期,第253页。

[3] 信息过载是指,信息披露过于冗长、复杂,以致于人们难以应对。信息堆积是指,披露的信息越来越多,无论是对投资决策有意义的信息,还是无关紧要的信息,都源源不断地被披露出来,堆积如山,使投资者应接不暇。参见邢会强:《金融法上信息披露制度的缺陷及其改革——行为经济学视角的反思》,载《证券市场导报》2018年第3期,第66页。

[4] 参见[美]欧姆瑞·本·沙哈尔、卡尔·E.施奈德:《过犹不及:强制披露的失败》,陈晓芳译,法律出版社2015年版,第8页。

[5] 当然,个别入也可能利用其掌握的信息优势,或通过编造、传播虚假的信息,或控制信息披露的时点和节奏,进行交易型操纵、蛊惑型操纵或信息型操纵,从而构成操纵证券市场并受到法律制裁。

[6] 参见曾洋:《证券法信息披露规则的体系解释》,载《南大法学》2024年第1期,第75页。

[7] 参见缪因知:《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》,载《中外法学》2023年第5期,第1340页。

阶段,采用“是否影响投资者决策”为基准的投资者决策标准;其次,在上市后的持续信息披露阶段,适用以“是否影响证券价格”为核心的影响价格标准。投资者决策标准的典型表述是:凡是对投资者作出价值判断和投资决策有重大影响的信息,均应当披露。^[8]影响价格标准的典型表述是:凡对发行人的证券交易价格产生较大影响的重大事件,均应当披露。^[9]之所以出现以上二元标准是因为,在我国证券市场发展初期,信息披露制度基本上借鉴美国对一级市场和二级市场分别监管的二元体制,在两种相对独立的监管制度下形成了不同的信息披露规则,从而导致二元披露标准的形成,即一级市场信息披露与投资者的投资决策有关,二级市场信息披露与证券价格波动有关。^[10]

在此认知基础上,我国后期信息披露制度的制定,承袭了相同的立法理念:即对一级市场采用“投资者决策”标准,对二级市场则采用“影响价格”标准。^[11]目前的信息披露重大性判断标准仍然是以上二元标准的混合体,即以一个合理的(reasonable)投资者,认为该信息的公开会导致证券价格发生较大变化的认知为标准。除中国外,全球其他主要资本市场在信息披露的重大性判断上,也大都采用了上述二元标准的融合模式。例如,英国《金融服务与市场法》第 118C(2)条规定,与合格投资(或相关工具)相关的内幕信息是指:未公开的信息;与一个或多个合格投资的发行人直接或间接相关的信息;如果公开,可能会对合格投资或相关投资的价格产生重大影响的信息。^[12]同时,根据《金融服务与市场法》第 118C(6)条,内幕信息只有在“信息是合理投资者可能用于其投资决策基础的信息”时,才可能对价格产生重大影响。^[13]

当信息具有重大性时,应披露而未披露,且未披露行为不符合豁免披露或暂缓披露条件的,构成重大遗漏型的虚假陈述。2022 年颁布的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第 10 条“虚假陈述信息重大性的认定”,重复了《证券法》第 80 条、第 81 条的规定,即以是否会影响证券交易价格为判断标准,并将对发行人的证券“交易价格产生较大影响”进一步细化为“虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化”。与此同时,还从反面进一步强调:“被告提交的证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的,人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。”

(二)内幕信息的重大性判定标准

在内幕交易执法司法领域,我国逐渐在实践中形成了另外一套信息重大性标准,即首先判断其是否属于《证券法》第 80 条和第 81 条规定的“重大事件”,再判断相关重大事项是否已经“进入实质操作阶段并具有很大的实现可能性”。^[14]这一判断标准的理论基础是美国判例法上形成的“规模—概率”判断方法。判断内幕信息是否属于《证券法》第 80 条和第 81 条规定的“重大事件”,为“规模”方面的判断;判断相关重大事项是否已经“进入实质操作阶段并具有很大的实现可能性”,为“概率”方面的判断。

[8] 参见《上市公司信息披露管理办法》(2025 年 3 月修订)第 12 条,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 57 号——招股说明书》第 3 条。

[9] 参见《证券法》第 80 条、第 81 条。

[10] 参见齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社 2000 年版,第 173 页。

[11] 参见郭锋:《全面注册制背景下证券法条文理解与适用》,人民法院出版社 2023 年版,第 304 页。

[12] See Financial Services and Markets Act 2000, Sec. 118C(2).

[13] See Financial Services and Markets Act 2000, Sec. 118C(6).

[14] 参见北京市高级人民法院(2017)京行终 4023 号行政判决书、北京市高级人民法院(2021)京行终 265 号、北京市高级人民法院(2021)京行终 1885 号行政判决书等。

“规模—概率”判断方法为1968年的“德克萨斯海湾硫磺公司内幕交易案”(以下简称“硫磺公司案”)所首创。在该案中,上诉法院法官论述道:在每个案件中,当涉及的事件与特定事件相关且未被知情者披露时,事实是否具有重大性,将取决于在任何给定时间对以下因素的权衡:该事件发生的预期概率(indicated probability)以及该事件在公司整体活动中的预期规模(anticipated magnitude)。〔15〕简单地说,信息重大性就是规模和概率的乘积。〔16〕“硫磺公司案”的影响是巨大的。1988年美国联邦最高法院“基础公司案”判决也采纳了此案的观点,从而在美国联邦最高法院的层面上确立了信息重大性的“规模—概率”判断方法。〔17〕

为了判断内幕信息的形成,我国还独创了“内幕信息敏感期”这一概念。《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(法释〔2012〕6号)第5条规定: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。该条进一步规定,“重大事件”的发生时间或“计划”“方案”等的形成时间,应当认定为内幕信息的形成之时;而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。这就形成了二元化的内幕信息形成时间:对于一般人而言,“重大事件”的发生时间或“计划”“方案”等的形成时间,为内幕信息的形成时间;对于有影响力的特殊人而言,其动议、筹划、决策或者执行初始时间,为内幕信息的形成时间。内幕信息的形成时间,实质上就是内幕信息开始具备重大性的时间,因此,确定内幕信息的形成时间对认定内幕交易具有重要意义。〔18〕

在判断内幕信息形成时间和重大性时,证券执法机构有时也会结合其对证券价格的影响来进行判断、论证。例如,在“宋某英内幕交易鹏鹞环保股票案”中,鹏鹞环保决定以自有资金出资3000万元投资参股一家新冠疫苗研发企业艾棣维欣,并将持有后者7.89%的股权。证券执法机构认为,“在新冠疫情肆虐的特殊背景下,鹏鹞环保投资参股艾棣维欣用于新冠疫苗研发事项,对公司股票价格和投资者的投资决策有重大影响,公告发布后公司股价连续2个交易日涨停”,属于证券法规定的“公司的重大投资行为”,在公开前为内幕信息。〔19〕在“李某芳等内幕交易经纬辉开股票案”中,证券执法机构在论述内幕信息重大性时,先对内幕信息是否符合《证券法》第80条第2款第2项规定的“公司的重大投资行为”,从投资金额和持股比例的角度进行了判断、论述,并补充称,经纬辉开投资诺思(天津)微系统有限责任公司的事项公告后,“也确实对股价产生较大影响,公告后连续4个交易日股价以涨停价收盘,累计涨幅达38.35%,股价偏离创业板综合指数40.92%”。〔20〕另外,在内幕交易领域,是否允许行为人以信息未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化为由抗辩、否定信息的重大性呢?在“夏某武内幕交易卓翼科技股票案”中,证券执法机构明确指出:“股票价格同时受多方面因素影响,某一信息公开后股价变化幅度不大,并不能绝对地说明该信息不具备重大性。”〔21〕可见,证券执法机构在判断内幕信息的形成和重大性标准时,证券价格变化并非核心要素,影响价格标准仅属于

〔15〕 See SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 258 F. Supp. 262 (S.D.N.Y. 1966).

〔16〕 参见缪因知:《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》,载《中外法学》2023年第5期,第1326页。

〔17〕 See Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

〔18〕 参见宁荣:《内幕交易的多副面孔——中国的监管标准与执法实践》,经济科学出版社2019年版,第34页。

〔19〕 参见中国证券监督管理委员会宁波监管局〔2021〕3号行政处罚决定书(宋某英)。

〔20〕 参见中国证券监督管理委员会天津监管局〔2022〕3号行政处罚决定书(李某芳、何某)。

〔21〕 参见中国证券监督管理委员会〔2021〕83号行政处罚决定书(夏某武)。

“印证要素”或辅助要素。^[22]

从上述分析可见,我国证券法在信息重大性的认定标准上形成了两套不尽相同的体系:一是在信息披露领域,采用“影响证券价格”与“影响投资者决策”相结合的混合标准,并允许以相关证券交易价格或交易量未发生明显变化为由,否定信息的重大性;二是在内幕交易领域,则主要依据是否符合《证券法》第80条和第81条所规定的“重大事件”范畴,并强调该等事件已进入实质推进阶段且具备实现可能性作为判断标准。尽管在判断内幕信息形成时间及其重大性时,亦可能参考信息对证券价格的实际影响作为辅助论证,但并不允许仅因未引起证券交易价格或交易量的显著波动而否定其重大性。

三、信息重大性认定标准的实践观察

(一)内幕信息重大性认定标准不断降低

内幕信息的形成时间往往是内幕交易行政处罚听证或行政诉讼时控辩双方的核心争议焦点,尤其是在双方合作型的内幕信息交易案中。所谓双方合作型的内幕信息,是指该信息的形成需要主体地位相互独立的两方达成合意,如果任何一方不同意,则该合作就无法进行;任何一方均无法预测、左右另一方是否同意合作。诸如签订重大合同、收购、重大对外投资、重大资产出售等。但一方提出缔约的要约,另一方通常都会接受、予以承诺的合同不在此列。^[23]双方合作型内幕信息的形成时间关乎相关交易是否构成内幕交易。如果买入证券的交易在该(利好)信息形成之前(在中国证券执法机构的行政处罚实践中,绝大部分的内幕信息都是利好信息),就不构成内幕交易的行为。否则,就有可能构成内幕交易。

对于双方合作型内幕信息,判断相关重大事件是否已进入实质操作阶段,并具有很大的实施可能性,监管实践中通常以关键性节点为准。例如,聘请中介机构开展尽职调查,或与交易相对方签订具备约束力的协议等,常作为认定内幕信息形成之日的重要依据。例如,在2009年的“杭萧钢构内幕交易案”中,证监会以谈判双方就项目的价格、数量、工期等内容基本达成一致意见之日,作为内幕信息形成日。^[24]在2020年的贾某东、冯某霞内幕交易案中,证监会以决定聘请会计师事务所开展尽职调查为内幕信息形成之日。^[25]在2021年的曾某内幕交易案中,证监会以交易相对方签订相关协议为内幕信息形成之日。^[26]

但近年来,证监执法机构在对内幕交易进行处罚时,有将内幕信息形成时间尽量提前的趋势。之所以将内幕信息形成时间提前,是为了尽量地将可疑的交易纳入内幕交易的情形予以打击,尽可能杜绝个人利用信息优势提前交易,以尽可能地维护投资者在信息方面的平等地位。

例如,在吕某民内幕交易案中,以并购双方第一次见面时间为内幕信息形成时间,但双方仅仅是见了个面,未达成任何合意,此后才开始聘请中介机构进行尽职调查。^[27]在俞某内幕交易案中,中国

[22] 参见方荣杰:《内幕交易中的信息“重大性”:判断标准与改革取向》,载《董事会》2025年第Z1期,第77页。在美国内幕交易法领域,也是这个标准。See Donald C. Langevoort, *Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention*, 2024 Edition Volume 18, Thomson Reuters, 2024. p.157-166.

[23] 如利用闲置资金理财,上市公司一旦提出要求,作为交易对方的金融机构一般都不会拒绝。

[24] 参见浙江省高级人民法院(2008)浙刑二终字第40号刑事裁定书。

[25] 参见中国证券监督管理委员会[2020]184号行政复议决定书(贾某东、冯某霞)。

[26] 参见中国证券监督管理委员会[2021]79号行政复议决定书(曾某)。

[27] 参见中国证券监督管理委员会[2021]4号行政处罚决定书(吕某民)。

证券监督管理委员会重庆监管局将合作双方召开工作会议的时间认定为内幕信息的形成时间,而在本次会议上,一方仅是表达了希望与上市公司开展合作的想法,并讨论确定了后续尽调行程和安排。^[28]在熊某文内幕交易案中,证监会将拟参与上市公司(以下简称A公司)的控股股东(以下简称B公司)的混合所有制改革的一家公司(以下简称C公司)管理层就参与混合所有制改革项目的主要问题进行讨论的会议日确定为内幕信息形成时间,但此时C公司还未聘请中介机构,也未与A公司或B公司进行联系、考察和讨论,更不可能有双方的合意。^[29]

之所以证券执法机构尽可能提前认定内幕信息形成时间的原因,是因为证券执法机构存在如下担忧:若不对内幕信息的形成时点进行提前认定,在行为人掌握具有一定信息优势(即便该信息尚不完全或确定性较低,例如某上市公司参与一项金额较大但中标概率较低的投标)的情形下,其仍可能利用该信息实施交易。若相关信息最终得以证实,则行为人可因提前布局而获利;即便相关信息未最终实现,行为人亦通常无显著损失。此种行为实质上利用了信息不对称所构成的相对优势,对处于信息劣势的其他投资者构成不公。为应对此类情形,执法实践中往往借助内幕信息“重大性”标准在解释上所具有的弹性,通过降低认定门槛,将更多具有一定市场敏感性的信息纳入重大性范畴,以拓展规制范围并强化对潜在不公平交易行为的遏制。

于是,前述双重标准便催生了一个核心悖论:执法机构认定某项信息尚不满足披露要求(甚至为避免干扰市场而应暂不披露),却同时认定知情人利用该同一信息进行交易,恰恰构成对其他投资者的不公平。^[30]

(二)信息重大性认定标准的“一价定律”

正如前文反复强调的,具有重大性的信息,应予披露(但符合豁免披露或暂缓披露条件的除外)。不符合重大性的信息,不宜披露,披露过多不具有重大性的信息,反倒可能误导投资者。根据美国证券法上的“埋藏事实”原则(“buried facts” doctrine),如果披露包含难以获取或难以整理的重大信息,则披露可能具有误导性。^[31]例如,在“科恩诉美国金属克利马克斯公司案”中,法院认为,授权委托书因突出披露了一家投资顾问的有利意见,但将该顾问未能评估公司资产的事实“埋藏”在附录中,因此具有重大误导性。^[32]因此,信息重大性的测试不取决于陈述的字面真实性,而是取决于合理投资者能否获得准确的信息,这被称为“马赛克虚假陈述理论”。^[33]法院不应仅仅关注某一特定句子,而应对信息披露做整体性的考量。^[34]信息披露义务人不能将重大信息隐藏或淹没于非重大信息的海洋之中。

同时,过早披露未形成的内幕信息,反而可能构成信息型操纵行为。例如,某上市公司披露称,正在筹划并购另外一家公司,这一利好信息可能会导致股价上涨。不久,该上市公司又披露说,因双方没有达成协议,故并购终止。这又可能导致股价下跌,给那些信赖该公司会进行并购而逢高买入的投资者造成损失。在这一过程中,难免让人生疑:该公司是否是诚意收购?是否在操纵市场?由此可见,

[28] 参见中国证券监督管理委员会重庆监管局行政处[2023]2号行政处罚决定书。

[29] 参见中国证券监督管理委员会[2024]11号行政处罚决定书(熊某文)。

[30] 参见缪因知:《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》,载《中外法学》2023年第5期,第1340页。

[31] See Plain English Disclosure, Sec. Act Rel. No.38-7497, 63 Fed. Reg.6370-01,1998 WL 44199 (F.R.) (SEC Feb. 6, 1998).

[32] See Kohn v. American Metal Climax, Inc., 322 F. Supp. 1331E. D. Pa. 1970.

[33] See In re Genentech Inc., Securities Litigation, 1989 WL 137189 [1989-1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. 94, 813, N. D. Cal.1989.

[34] See Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation(eighth edition), West Academic Publishing, 2021, p. 484.

披露过多不具有重大性的信息,以及过早披露未形成的内幕信息,具有较大的负面作用。信息的“重大性”标准的设定,就是为了避免这种负面作用。甚至在特定情形下,尽管信息已满足重大性标准,仍不宜立即披露。后文会对此详述。

既然设置了信息的“重大性”标准,就应允许个别人知悉该不具有重大性的非公开信息进行交易,而不能既要防止信息过载和误导,又要禁止个别人利用不具有重大性的非公开信息进行交易。应该认识到,个别人知悉该不具有重大性的非公开信息并进行交易,并不会给其带来太大优势。这是因为,此时的不具有重大性的非公开信息存在较大的不确定性,不具有实现的很大可能性,而任何投资都有风险,闲置资金被占用而无收益也是一种损失。尽管个别人知悉该不具有重大性的非公开信息进行交易,还是有一点优势的,但既然树立了“重大性”这一标准,就应该容忍个别投资者的这一点优势。

将信息披露的重大性标准与内幕信息的重大性标准人为割裂,导致实践中形成了两套认定体系,但过低的内幕信息认定门槛最终将拉低信息披露的整体标准。这是因为,公司日常经营信息繁杂,若内幕信息的重大性标准过低,将导致上市公司长期处于敏感期之中,致使《证券法》第 51 条规定的内幕信息知情人难以寻觅合规交易窗口。由于减持套现的利益巨大,^[35]根据“要么公开披露,要么戒绝交易”(disclose or abstain)的基本规则,^[36]内部知情人为了实现交易,将被迫提前披露尚未成熟的信息。这一机制最终导致了类似国际金融领域的“一价定律”效应。^[37]这就是这两个领域的重大性标准最终将具有一致性的内在原因。

四、信息平等理论之弊与内幕交易法的价值平衡

(一)内幕交易法的理论基础

维护市场诚信是当今世界证券监管的一项重要目标。所谓市场诚信,其首要的含义就是市场运行本身应当透明、有序、公正,确保所有投资者均能有平等机会获得与投资决策相关的可以信赖的重大信息。内幕交易利用一般投资者难以通过合法途径获得的未公开信息这一不公平优势,破坏证券市场“决策基础对等、风险概率相同”的公平交易秩序。^[38]

反内幕交易是为了维护投资者的信心。尽管投资者信心难以评估,但在内幕交易的背景下,它常常与对市场平等主义(market egalitarianism)的信心相关,即投资者对获取信息机会平等的信心。^[39]目前,世界上很多国家的反内幕交易法律制度(简称内幕交易法)的理论基础纷纷转向了信息平等理

[35] 参见那会强:《股票流通制度:从全流通到有序流通》,载《北京大学学报(哲学社会科学版)》2024年第4期,第164-174页。

[36] “要么公开披露,要么戒绝交易”是“Cady, Roberts & Co.”案中创立的规则。See Cady, Roberts & Co. 40 S.E.C. 907, 1961 WL 60175 (SEC 1961).

[37] 这里借鉴了经济学、金融学上的“一价定律”。经济学、金融学上的“一价定律”是指,在无摩擦(无交易成本、无税收、无信息不对称等)的完全竞争市场中,相同的商品或资产在不同的市场中应该具有相同的价格。如果存在价格差异,那么套利者可以通过在低价市场买入并在高价市场卖出,从而获得无风险利润,直到价格差异消失。参见陈湛匀、王超华:《一价定律存在的解析》,载《学术探索》2003年第1期,第18-20页;张昊:《距离、边界与一价定律的动态表现》,载《财贸经济》2016年第7期,第5-20页;韩胜飞、戴金平:《国际商品市场中“一价定律”的验证:共同概率模型和动态贸易变量》,载《南开经济研究》2006年第2期,第18-34页。

[38] 参见曹理:《证券内幕交易民事责任认定与承担的规则构建》,载《财经法学》2025年第1期,第137页。

[39] See Scott, K., Insider Trading, Rule 10-b(5), Disclosure and Corporate Privacy, The Journal of Legal Studies, Vol. 9, No. 4, 1980, p. 801; Brudney, V., Insiders, Outsiders and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws, Harvard Law Review, Vol. 93, No. 2, 1979, p. 322.

论或信息平等主义,如欧盟、英国、马来西亚、澳大利亚、新加坡等。^[40]

市场平等主义及其相关的公平观念意味着,“在非个人化的市场和交易场所中,投资者应在相对平等的基础上进行交易,享有平等获取信息的机会,并且不应与那些有接触非公开信息的特殊渠道的人相比,处于不公平的劣势。”^[41]信息平等理论关注内幕交易对证券市场的总体影响,它强调证券市场中所有主体都拥有平等获取信息的机会。证券法之所以否认内幕交易的合法性,是因为“信息是驱动股票价格变化的最主要因素,信息机制也就是市场发挥作用的机制,投资者将获得的信息转化为自己的预期,并在此预期下进行交易,最终形成的价格变化则是众多交易者行为达成的市场均衡。但内幕交易者却先人一步,提前获得了相关信息并据此进行交易”。^[42]

我国反内幕交易法律制度的理论基础同样是信息平等理论。《证券法》第50条的规定禁止证券交易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。据此,内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,均被禁止从事内幕交易,且不论其获取内幕信息的手段、渠道和方式是非法的还是合法的。这就是为了维护投资者在信息上的平等地位。

(二)绝对信息平等理论之弊

信息平等理论有绝对与相对之分。绝对信息平等理论将平等价值绝对化,忽略了反内幕交易制度关注的其他价值。绝对信息平等理论的表现之一是,为了尽可能地实现信息平等,尽量将内幕信息的形成时间前移,尽量降低内幕信息重大性的标准,以尽可能多地打击所谓的“内幕交易”,甚至试图灭绝所有的“内幕交易”。

我国创设内幕信息敏感期制度,其一大功能是进行内幕交易推定。换言之,内幕信息敏感期制度是内幕交易推定制度的辅助性制度。在内幕信息敏感期制度的辅助下,我国的证券执法机构利用内幕交易推定制度,在内幕交易执法方面实现了较为激进的执法态势,每年的内幕交易执法数量远超其他资本市场发达经济体。^[43]如此激进的执法,初衷就是实现绝对信息平等。

然而,强行要求绝对的平等主义,是一种不顾现实条件的,也不可能实现的乌托邦。有学者举例说,一位投资者在交易时间路过其持有股票的一家当地上市公司,碰巧看到了该公司工厂发生了大爆炸。按照绝对信息平等主义,该爆炸信息不能被即刻利用,他必须等到上市公司披露了信息后,才能交易,而这一要求未免苛刻。^[44]但《上市公司信息披露管理办法》(2025年3月修订)第49条却要求,“任何单位和个人”都“不得利用所获取的内幕信息买卖或者建议他人买卖公司证券及其衍生品种”,以实现信息的绝对平等,这显然是不现实的。

投资者购买股票,一般都倾向于购买自己熟悉的公司的股票。因此,上市公司所在地的居民,往往倾向于购买本地上市公司的股票。这些居民投资者,有很多机会和途径,接触到上市公司的各种非公开信息。如果不对这些非公开信息以“重大性”为门槛进行过滤或者过滤门槛过低,按上述法律要求,这些居民投资者随时处于构成内幕交易的危险境地。在这种严格的要求之下,本公司的员工、本

[40] 关于该理论的研究,参见傅穹、曹理:《禁止内幕交易立法理念转换及其体系效应——从反欺诈到市场诚信》,载《法律科学》2013年第6期,第71-81页;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,第158-182页;夏中宝:《从“身份中心主义”到“信息中心主义”——内幕交易主体法律规制之变迁》,载郭锋主编:《金融服务法评论》第6卷,法律出版社2014年版,第167-223页。

[41] See Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation (4th Edition)*, Oxford University Press, 2023, p. 682.

[42] 邢会强:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择》,载《中国社会科学》2018年第4期,第97页。

[43] 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,第75-89页。

[44] 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,第126页。

地的居民,如果稍微懂一点当前证券监管机构的执法逻辑,为了不违反法律,他们将根本不敢买卖本公司、本地上市公司的股票。因此这种严格要求,不利于上市公司吸引投资者,不利于活跃资本市场。为了一个根本不可能实现的目标,牺牲掉活跃资本市场的利益,并不明智。

很多观点将内幕交易一概视为“毒瘤”,因此不予容忍。但内幕交易不是“毒瘤”,至多是“疥癣之疾”。内幕交易是资本市场的副产品,一直如影随形,难以在现实中完全杜绝、根除,更禁止不了利用非重大、非公开的信息的交易。

美国证券法上“重大性马赛克理论”(Mosaic Theory of Materiality)为此提供了法理支持。该理论指出,发行人内部人员(Tipper)向外部人员(Tippee)披露某些本身并不具有重大性的未公开信息,但这些信息与公开信息相结合后,或者与外部人员从其他来源合法获得的未公开信息相结合后,可能形成一种“信息拼图”(Mosaic),从而为外部人员在交易中提供具有重大性的信息优势,但这一行为不应被认定为构成内幕交易。^[45]在1980年Elkind v. Liggett & Myers, Inc.案中,法院即指出分析师可通过整合琐碎数据与公共信息构建揭示重大信息的“马赛克”,但构成10b-5规则下的违法行为必须以“被披露信息本身具有重大性”为前提。^[46]2000年,美国证券交易委员会(SEC)在解释《公平信息披露规则》的适用范围时指出:发行人被允许向分析师披露一项本身不具有重大性的信息,即使在发行人不知情的情况下,该信息依旧帮助分析师完成了一个“信息拼图”,而这个拼图整体上是具有重大性的,这一行为亦不视为违规。^[47]

投资者之间的证券交易,本质上是投资者之间在信息收集、处理和利用方面的竞争。由于人在资质方面天生存在差异即不平等,因此,即便是要求上市公司无差别地同时向所有投资者公开信息,也总有投资者会收集、处理各种非重大、非公开的各种信息,进而进行拼图,合成重大的、非公开信息并加以利用。对此,法律不应禁止,也无法禁止。证券执法机构通过降低内幕信息重大性标准以追求信息绝对平等的执法目标,其初衷虽具合理性,但在实践中却可能以损害法律确定性、削弱重大性门槛为代价。此种执法策略所产生的制度成本,很可能超过其旨在维护却难以实证检验的“市场诚信与透明度”等预期收益,最终陷入得不偿失的困境。

因此,绝对的信息平等理论的要求未免严苛。新加坡2001年通过修改《证券与期货法》,放弃内幕交易的信义义务理论,转向了信息平等理论。在该转向之前,新加坡则有“信息关联性”理论。根据该理论,偶然听到内部信息的人可以自由地使用这些信息进行交易,因为他不是通过与公司的关联而获得信息的。但这一理论在2001年在新加坡被终止了。此后,基于信息平等理论,偶然得知内部信息的人都不被允许交易。不但如此,即使是通过技能和勤奋拼凑出信息拼图的分析师,也被禁止。对于公司内部人员、信息接收者和偶然发现内部信息的人,信息平等理论的对待都是一律禁止的,其理论基础也是一样的,即重大未公开信息,预计将对证券价格产生重大影响。^[48]

在英国2005年修订《市场滥用行为制度》之前,对于所谓“幸运发现者”——即某人偶然获取载有重大未公开信息的文件(如在街上拾得相关信封)并据此交易——是否构成内幕交易(作为市场滥用表

[45] See Allan Horwich, The Mosaic Theory of Materiality—Does the Illusion Have a Future?, Securities Regulation Law Journal, Vol. 43, No.2, 2015, p. 132.

[46] See Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P97716 (2d Cir. 1980).

[47] See Selective Disclosure and Insider Trading, Securities Act Release No. 7881, 65 F.R. 51722 (Aug. 24, 2000).

[48] See Alexander F. Loke, From the Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore, American Journal of Comparative Law, Vol. 54, No. 1, 2006, p. 157-160.

现形式之一),存在认定上的例外。其理由主要有二:第一,当时市场滥用的定义包含“常规用户测试”要素,即需有理性人认为该行为低于正当市场行为标准,而“幸运发现者”情境是否满足该要件存有合理怀疑;第二,相关信息须具备向市场披露的成熟度与明确性,方属信息滥用规制范畴,而偶然获得的信息是否满足该门槛亦存在疑问。^[49]然而,根据现行制度,这样的“幸运发现者”的行为则会构成内幕交易。

证监会处罚的林某、杨某桃内幕交易奋达科技股票案也是如此。奋达科技证券事务代表助理罗某斌不慎将《关于深圳市奋达科技股份有限公司董事长向内部员工增持公司股票倡议书的公告》(以下简称《倡议书公告》)遗忘在文印室复印机台上。杨某桃在文印室复印材料时看到后,手机拍照发送至微信朋友圈,构成泄露内幕信息的违法行为。钟某文将杨某桃微信朋友圈中《倡议书公告》图片转发到名称为“电器销售技术部”的微信群,林某看到转发的《倡议书公告》图片后,买入“奋达科技”6.9万股,买入成交金额80余万元,卖出后获利10万余元,从而被认定为内幕交易。林某、杨某桃均被行政处罚。^[50]对于林某而言,该处罚的深刻教训是,作为一名证券投资者,在听到或看到某信息后,首先有义务核实该信息是不是公开信息,如疏于核实,利用了未公开信息,就有可能构成内幕交易。这一要求无疑是严苛的。投资者通常通过各种信息来源收集关于发行人或发行人证券的信息,而通常不问信息是否为未公开信息以及是否具有重大性,进而形成信息拼图,支撑其交易决策。信息平等理论却要求投资者在利用信息之前,首先判断其获得的信息是否为未公开信息以及是否具有重大性,如果判断失误,并加以利用、交易,则要承担内幕交易的法律责任。该义务的增加,对于普通投资者来讲,未免繁重。如此繁重的义务,不利于普通投资者轻装上阵,有悖于活跃资本市场的目标。

平等是人类不懈追求的理想境界,而差异——或者说某种形式的不平等——同样构成人类进步的内在动力。无论是个人、组织、民族还是国家,皆在持续奋斗、谋求发展,致力于超越平庸、突破均势,追求更高层次的卓越。这种对差异与卓越的追求,同样具有积极的社会价值与伦理意义。这一内在张力,正是“平等的难题”之核心所在。^[51]在证券市场,每个投资者都利用各种渠道收集关于发行人及其证券的各种信息,形成信息拼图。每个投资者都认为其掌握了其他投资者不掌握的信息,具有信息优势,才会买入或卖出证券。如果投资者明知其具有信息劣势,理性的投资者是不敢涉足证券市场的。因此,对于投资者的信息收集,尤其是对不具有重大性的未公开信息的收集,法律也不应禁止,法律仅禁止投资者非法收集、获取具有重大性的未公开信息。也就是说,不能将信息平等绝对化,要求投资者在所有信息方面绝对平等。法律追求的是所有投资者在具有重大性的信息方面的平等地位,而不是在所有信息方面的平等地位。

为了追求绝对信息平等,我国的证券执法机构激进执法,以“涤荡污秽”。按理说,这本应极大增强投资者信心,造成中国股市持续大繁荣。另外,按照证券执法机构执法时的观点,几乎所有的内幕信息都是利好信息。既然有这么多利好信息,中国股市应该长期大涨才是。但我们不无遗憾地看到,中国股市近年以来却始终在上证综指3000点上下徘徊。尽管在某些时期,股市一度上涨到了4000点左右,但也主要应归因于政府提振股市的一系列举措以及最近的人工智能热潮,而不是内幕交易严格执法的结果。^[52]

[49] Ibid, p. 168.

[50] 中国证券监督管理委员会海南监管局[2018]1号行政处罚决定书(林某、杨某桃)。

[51] 参见何怀宏编:《平等》,生活·读书·新知三联书店2017年版,编者序第6页。

[52] 与我国类似,受人工智能热潮的刺激,韩国综指也从2024年9月30日的2600点左右一路上涨到了2025年11月的4200点左右。

当前内幕交易执法实践中普遍采用的推定机制,在一定程度上导致了过度执法,进而引发双向的负面效应:其一,将证券市场中本属合法的交易收益错误地认定为非法所得,并通过罚没款等形式将其(甚至部分本金)转化为财政资金,导致资金实质性流出资本市场。在此意义上,罚没规模越大,股市面临的“失血”效应便越显著;其二,过度执法对其他投资者产生强烈的“寒蝉效应”,致使合规投资者因畏惧法律风险而主动规避交易,进一步削弱市场活力与流动性。

必须认识到,即便是机会平等,人类对其的追求也是有限度的而不是绝对的,证券法领域的信息平等也是如此。这是由于:

第一,信息层面的完全平等在实践中难以实现。学界早已指出,由于专业投资者等特定群体在信息获取与解读能力上具有结构性优势,绝对的平等仅是一种理论假设。^[53]第二,信息的重大性与获取信息的主体密切相关。同一信息对于不同主体可能呈现截然不同的价值:从甲的角度审视或许并不重要,但若为乙所获取,却可能填补其既有信息拼图的关键空缺,从而衍生出新的重大意涵。这表明,信息的意义并非客观恒定,而是在相当程度上取决于接收者的认知框架与信息储备。第三,平等的图谱是非常广泛的,^[54]信息平等理论只能在机会平等的层面上提供平等,无法在资源平等、能力平等、结果平等的层面提供平等。第四,很多投资者未必看重信息和信息平等。例如,对于证券市场的“博傻”交易者来讲,他之所以买入证券,赌的是后面有更傻的人会以更高的价格买走证券,也不关注所谓的重大信息。第五,为了信息平等可能牺牲效率。例如,上市公司为了避免公平信息披露制度下的责任,在与分析师、机构投资者的非正式信息沟通中,可能会过于谨慎,这会导致沟通信息的减少、信息披露准备时间的增加、透明度的降低,限制分析师和机构投资者在分析和传播信息方面的专业优势,这不但可能带来“寒蝉效应”,还会导致信息正式披露后市场波动加剧。^[55]其六,仅有信息平等也难以满足投资者的期待。即便投资者珍惜平等接触信息的机会,但由于能力不足、工具有限、制度缺陷等,也往往难以在交易竞争中成为优胜者。与信息平等相比,投资者更期待分享经济增长和资本市场发展的红利。为了回应投资者的这种需求与期待,党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》以及党的二十届四中全会审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》均提出了“健全投资和融资相协调的资本市场功能”的建设目标。

诚然,如果连接触信息的平等机会都没有,投资者的境况也难以好转。因此,笔者并不是反对信息平等主义和公平信息披露制度,而是反对将信息平等的价值绝对化,反对为了追求信息的绝对平等而忽略其他价值,即反对绝对平等主义和平均主义。

(三)信息相对平等的理论优势

应当认识到,证券法律制度的设计,无论是发行制度,还是交易制度,一直都在公平与效率之间求得平衡,不能为了追求绝对平等而过分牺牲效率。在内幕交易规制领域,既要讲究平等、公平,也要讲究效率。

[53] See Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984, p. 549.

[54] 参见姚大志:《平等主义的图谱》,载《吉林大学社会科学学报》2015年第3期,第98页。

[55] See Hassett, K., Outlaw Selective Disclosure? No, the More Information the Better, *Wall Street Journal*, August 10, 2000, A18, Chuck Pier, The Effect of Securities Litigation Reform and regulation Fair Disclosure on Forward Looking Disclosures, *Advances in Business Research*, Vol. 2, No. 1, 2011, p. 141.

尽管内幕交易如“疥癣之疾”，令人生厌，但必须认识到在现实中，内幕交易无法被完全根除。任何一个证券市场，多多少少都有“内幕交易”。内幕交易作为违法犯罪的形态之一。刑法学界早已形成共识：犯罪作为一种社会现象，其产生具有特定的社会根源与必然性。因此，法律规制的主要目标并非追求无法实现的“除恶务尽”，而应是通过有效的社会治理与司法调控，将犯罪率维持在社会可容忍的合理范围内。^[56]“内幕交易”是活跃资本市场的诱因之一，^[57]正因为行为人认为其掌握的某个未公开信息具有重大性，才会买入股票，但该信息可能并不具有重大性，事后来看，该信息的公布对股价也没有什么影响，但根据现在的裁判尺度，公布之后对股价也没有什么影响的内幕信息也可能具有重大性，从而构成内幕交易。^[58]还有的“内幕信息”，本身是不断变化的，在此时点是重大利好信息，在彼时点上可能是重大利空信息。例如，某上市公司斥资投资新冠疫苗，在新冠疫情解除前，往往会被认定为重大利好信息，有投资者利用该内幕信息买入了股票，但不久新冠疫情解除，该内幕信息转为利空信息，股价大跌，来不及抛售，该投资者损失惨重。按照现行执法标准，他也构成内幕交易，将面临行政处罚甚至刑事责任。有人将内幕交易比喻为窃贼，其窃取的是上市公司的信息财产。^[59]这个比喻固然没错，但信息财产具有可复制性，如不加利用，则上市公司通常并无损失。但行为人要利用其窃取的内幕信息进行交易，必须先拿出一定的本金。在瞬息万变的证券市场，其亏损的概率也不小。市场是最好的惩罚。对于亏损的内幕交易，市场已经惩罚了他，法律施加额外的惩罚其必要性值得商榷。关于内幕交易的正面作用，亨利·梅因教授认为这能使信息及时反映到价格中，推动证券价格逐步趋向真实价值。^[60]有学者认为个别内幕交易有利于发现上市公司的财务造假等欺诈行为。^[61]各国还有内幕交易豁免制度，即某些交易具备内幕交易的特征，但因其积极作用大于消极作用而被合法化。

因此，对于内幕交易，我们需要以更为细致的眼光进行检视，对于为了牟取个人利益，严重损害市场机会平等、获利或避损数额巨大，或具有其他恶劣情节的内幕交易，应禁止和严厉打击。但对于那些在市场低迷、股价普遍大跌时为了稳住股价、信息具有极大的不确定性、实现概率并不很大、亏损的内幕交易，不妨以宽容的态度对待之。

而这，就需要一种“相对平等主义”（Relative Egalitarianism）的信息平等理论为指导。“相对平等主义”强调在现实社会中，由于个体之间的差异，绝对平等是无法实现的，因此应追求相对平等。它认为，平等不是指在所有方面都完全相同，而是在某些关键方面或在特定的社会关系中实现平等。相对平等主义与绝对平等主义不同，后者主张在所有方面都实现完全平等，这在现实中几乎是不可能的。相对平等主义则更注重实际可行的平等，不追求不切合实际的完全平等。总的来说，相对平等主义是一种现实主义的平等观。

在内幕交易规制领域，应当确立相对信息平等主义原则，摒弃不切实际的绝对平等理念。基于此原则，内幕交易的法律规制应遵循以下路径：

坚持信息重大性标准在证券法体系内的一致性。信息披露与内幕交易作为证券法的两大核心领

[56] 参见梁根林：《从绝对主义到相对主义——犯罪功能别议》，载《法学家》2001年第2期，第11-19页。

[57] 这里之所以加引号，是因为该“内幕交易”未必构成真正的内幕交易。

[58] 参见中国证券监督管理委员会〔2021〕83号行政处罚决定书（夏某武）。

[59] 参见邢会强：《内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择》，载《中国社会科学》2018年第4期，第97页。

[60] See Henry Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, The Free Press, 1966. p. xiii, 274.

[61] 参见缪因知：《反欺诈型内幕交易之合法化》，载《中外法学》2011年第5期，第1074-1086页。

域,必须采用统一的重大性判断标准,避免因领域不同而形成割裂的认定体系。

废除当前实践中的内幕交易推定制度。该制度在缺乏充分证据支撑的情况下预设行为违法性,不仅违背程序正义原则,更易导致过度执法,抑制市场活力。

构建明确、可预见的内幕交易豁免规则体系。通过细化豁免情形与适用条件,为市场参与者提供清晰的行为指引,在有效规制违法行为的同时,保障合法交易的空间。^[62]

基于上述框架,下文将就信息重大性标准的一致性要求及其再调整路径展开深入论述。

五、“一价定律”视角下内幕信息形成时间认定

(一)内幕信息形成时间的界定

仅仅因为信息具有重大性,并不意味着它必须立即披露。“重大性和披露义务是两个不同(但相关)的概念。披露义务涉及是否以及何时(whether and when)披露信息,而重大性涉及何种(what)信息必须披露。”^[63]因此,披露的前提是信息具有重大性。信息具有重大性的时间,就是内幕信息的形成时间。

原则上,内幕信息形成后应尽快向市场披露,但实践中存在若干合理例外。例如,英国金融服务局指出,信息披露应“尽快”进行,即便数日延迟亦可能不被接受;然而,对于突发或意外信息(如自然灾害、合同意外终止),可允许短暂延迟以核实事实。若在完整公告前存在泄密风险,公司可发布包含已知关键信息的临时公告。此外,当信息披露可能损害公司“合法利益”时,亦允许适当延迟,但需同时满足以下条件:公司能够确保信息保密,且不会因信息泄露导致不公平优势;所有知情人员(包括员工、顾问等)均须承担保密义务;延迟披露不得误导公众。需强调的是,“合法利益”通常与公司财务可行性相关——例如,若公司正与银行进行事关存续的谈判,可推迟披露谈判细节,但仍须公开其面临财务困难的基本事实。此项豁免仅适用于谈判过程本身,而不适用于其所反映的潜在问题。^[64]

我国香港特区《证券期货条例》第307B(1)条同样规定,上市公司须在知道任何内幕信息后,在合理可行的范围内,应尽快向公众披露该信息。为了在鼓励上市公司适时披露内幕信息,与避免过早披露以致损害上市公司的合法权益之间取得适当平衡,该条例第307D条设有适当的安全港条文,准许上市公司在若干指明情况下暂不披露内幕信息。除非有关信息属于该条例下任一安全港条文所涵盖范围内,否则上市公司必须“在合理地切实可行的范围内尽快”向公众披露任何内幕信息。^[65]

我国内地证券信息披露规则也是如此。根据中国证监会《上市公司信息披露管理办法》第25条,临时信息披露义务在以下任一情形最先发生时即被触发:①董事会就该重大事件形成决议时;②有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时;③董事、高级管理人员知悉或者应当知悉该重大事件发生时。但在该时点之前出现下列情形之一的,上市公司应及时履行披露义务:①该重大事件难以保密;②该重大事件已经泄露或者市场出现传闻;③公司证券及其衍生品种出现异常交易情况。

因此可以看出,《上市公司信息披露管理办法》第25条实际上规定的是不同的信息类型对应不

[62] 参见邢会强、崔巍:《内幕交易抗辩事由中的预定交易计划》,载《证券市场导报》2025年第9期,第57-67页。

[63] 参见[美]Alan R. Palmiter:《证券法》(注译本),徐颖等译注,丁宁校,中国方正出版社2003年版,第63-64页。

[64] 参见 Disclosure of price-sensitive information—FSA rules, 17 July 2007, <https://www.pinsentmasons.com/out-law/guides/disclosure-of-price-sensitive-information--fsa-rules>, 最后访问时间:2025年11月10日。

[65] 参见香港证券及期货事务监察委员会《内幕信息披露指引》(2012年6月)。

同的形成时间和披露时点。其中,“董事会就该重大事件形成决议时”实际上是发行人单方行为(如上市公司决定分红)的信息披露时点,“有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时”则是双方或多方行为(如重大合同、重大并购等)的信息披露时点,“董事、高级管理人员知悉或者应当知悉该重大事件发生时”则是非董事、高级管理人员所能控制的突发事件、意外事件(如发生重大诉讼、重大事故)等的信息披露时点。

“董事会就重大事件形成决议时”作为发行人单方决策的披露时点,通常亦应被视为内幕信息的形成时间。然而,不同类别事件的实现概率存在显著差异,需作区分认定。对于实现概率较高的事项(如董事会、股东会议案),其内幕信息形成时间可适当提前。以我国实践为例,上市公司管理层提出高比例分红及转增股本方案并提交董事会审议时,鉴于董事会乃至股东会否决相关议案的概率性较低,相关信息在议案筹划、动议或提出之时即已具备重大性。但尽管此时信息虽已具备披露条件,如若尚未完成有关程序,仍然不宜立即公开。

相较之下,对于实现概率较低的事件(如涉及多方协商的情形),内幕信息的形成应推迟至实现可能性显著提升之时。同时,如果信息已初步符合披露的条件,但如果披露会影响程序完整性或不利于促成双方合意,法律亦不适宜规定信息的立即公开。

“有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时”则是如签订重大合同、实施重大并购等双方或多方行为的信息披露时点,一般也被认定为内幕信息的形成时点。由于双方或多方行为的实现概率通常不高(委托金融机构理财类的合同除外),因此,不宜以筹划、动议的初始时间作为内幕信息的形成时间,除非收购方与目标公司同为筹划、动议的提出人所控制,因为根据“实质重于形式”的原则,这实际上是单方行为。该原则要求监管者与司法机构超越交易的法律外观,穿透至其经济实质与内部权力结构进行审视。具体而言,当收购方与目标公司“同为筹划、动议的提出人所控制”时,情况便发生了质变。因此,在此类情形下,若仍僵化地以“签署协议”作为信息形成时点,无异于纵容内部人利用其信息优势与控制地位,在协议签署前进行精准的内幕交易,这将严重损害证券市场的公平性与公信力。故而,必须将内幕信息的形成时点前置至该共同控制人作出实质性筹划或动议的时刻。

“董事、高级管理人员知悉或者应当知悉该重大事件发生时”这一规定则是指非董事、高级管理人员所能控制的如发生重大诉讼、重大事故等突发事件、意外事件等信息的披露时点,此类事件的特点在于其突发性和不可控性,并非公司董事或高级管理人员日常经营管理所能预见或主导。因此,内幕信息的形成时点并非始于管理层的主观知悉,而是回溯至该重大事件在客观上的发生之时。这清晰地表明,在“事件发生”与“信息被管理层捕获”之间存在着一个必然的时间差,从而在法律上确立了内幕信息形成时间早于内部人知悉与披露时间的基本原理,即信息形成时间早于披露时间。

(二)内幕信息形成时间的精确计量

《证券法》第80条和第81条规定的“重大事件”,以及交易所有关规则中对相关数值或比例的具体细化,主要界定的是事件的影响规模。然而,在满足规模门槛的前提下,信息的重大性还取决于其实现概率——即相关事项需“进入实质操作阶段并具有很大的实现可能性”。问题在于,此处的“很大”究竟应如何把握?

既有执法实践显示,监管机构往往侧重于对“进入实质操作阶段”的认定,却普遍忽视对“实现可能性”程度的充分论证,更未形成明确、统一的概率判断标准。这种标准缺失直接导致了执法尺度的不连贯,甚至出现“倒果为因”的逻辑偏差:部分处罚决定似乎先预设当事人构成内幕交易,再以其接

触信息的时间点反推内幕信息的形成时点,陷入“先射箭,再画靶”的论证循环,^[66]既不能以理服人,更不能给市场一个稳定的预期。

有学者认为,在“规模—概率”二分法下,按照算术观点,可认为下列三种可能影响投资者决策的同类事件的重大性程度是一致的:①规模为1000万元,发生概率(接近)100%;②规模为1亿元,发生概率10%;③规模为100亿元,发生概率0.1%。^[67]此处的“规模”概念,需对应至《证券法》第80条与第81条所列举的“重大事件”,以及证券交易所在其具体规则中对该等事件在数值或比例上的细化规定。这些规定所涉及的会计科目,通常包括交易涉及的资产总额、资产净额、成交金额、预计产生的利润,以及交易标的的营业收入、净利润等。倘若将这些具体会计科目指标视作衡量“影响规模”的标尺,那么必须承认,这无疑是一种相当粗糙的量化方式。

笔者认为,这些会计科目都可以化约为同一个会计科目——“预期收益”。预期收益等于预期收入减去预期成本。例如,某上市公司收购一个公司作为全资子公司,支付交易对价3亿元,但预期收入折现为6亿元,减去成本3亿元,预期收益为3亿元(其他交易成本不计)。又如,某上市公司出售一个子公司,获得交易对价3亿元,而发行人如果经营该子公司,则每年的预期收入折现到现在后,仅为2.5亿元,则预期收益为0.5亿元(其他交易成本不计)。

回到宋某英内幕交易鹏鹞环保股票案中,鹏鹞环保决定以自有资金出资3000万元投资参股一家新冠疫苗研发企业艾棣维欣,并将持有后者7.89%股权。该投资金额比例未达到《证券法》第80条第2款第3项规定的“30%”,因此,当事人辩称内幕信息不具有重大性,但证监会却认为其具有重大性。如果利用精算法,该信息是否以及何时具有重大性呢?

很多投资都有收入或盈利预测。^[68]法律应当假定公司机关(股东会、董事会、管理层)的决策是理性的,除非另有证据推翻这一假定。在公司决策是理性的基础上,重大投资行为被假定为利好信息,否则,公司也没有必要作出这一投资。在这一信息方向的基础上,接下来是要看折现到现在的预期收入减去相关成本,从而得出的预期收益。至于事件概率,其实也可以用金融学的方法进行计算。即通过回归分析的方法,计算同类可比事件在不同的发展阶段的成功概率(即该项目最终研发、投产和实现销售方面的最终成功的概率,而非双方达成交易的概率),并以此作为该事件的概率。比如,新药研发成功的概率是有历史数据的。历史数据的平均概率,可以作为本事件的最终成功概率。最终成功概率(x)乘以预期收益(y),得出数值 z ,即 $xy=z$ 。假定该数值 z 的绝对数和比值在超过上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上,且绝对金额超过100万元的,为重大性的临界点。由于最终成功概率(x)是历史数据,是一个不变的数值,因此,预期收益(y)只有超过了($z \div x$)时,该信息才具有重大性。而上市公司的投资比例,是否达到了预期收益(y)超过($z \div x$)的临界点,则是信息重大性的投资比例临界点。

但这仍然解释不了该笔投资谈判何时开始具有重大性。是谈判达成?还是投资数额以及预期收益(y)确定之后?还是证券执法机关在该案中认定的公司实际控制人决定投资并组建团队讨论此事之时?证券执法机关最后根据相关重大事项是否已经“进入实质操作阶段并具有很大的实现可能性”标准认定是公司实际控制人决定投资并组建团队讨论之时。这显然是一个非常粗糙的认定。现假定,

[66] 缪因知:《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》,载《中外法学》2023年第5期,第1339页。

[67] 同上注,第1326页。

[68] 如果没有收入或盈利方面的预测,最好能找到相应投资项目的收入或盈利预测;如果找不到,那就无法精确计量了。

公司实际控制人决定投资的交易达成历史概率为5%;公司内部在未与对方联系的情况下组织人力并安排分工,交易达成历史概率为10%;公司与对方联系,双方开会,分别介绍情况,交易达成历史概率为20%;聘请中介机构并进行尽职调查,交易达成历史概率为30%;双方达成交易意向,交易达成历史概率为60%;双方达成协议,交易达成历史概率为100%。则前述最终成功概率(x)乘以交易达成概率后,超过($z \div x$)的临界点,其所对应的阶段,为内幕信息形成之时,显然更加精细化。

由此,很多内幕信息的形成时间实际上是可以精确计量的,但这显然依赖于金融学的方法,就像目前证券虚假陈述案件中,投资者的损失依赖专业测算机构通过金融学方法进行的精确计量一样。

(三)内幕信息形成时间的科学认定

1. 证券价格与内幕信息的形成时间

通过信息公开后证券价格的变化来论证内幕信息的重大性及形成时间虽然有一定道理,但也具有很大弊端。

从事前的视角看,证券价格变化是一个谜,是多重因素综合影响的结果。如果一个人能次次准确预测到证券价格的变化,那么全世界的财富都会流向他。这样的人显然是不存在的。要求信息披露义务人以一个理性的投资者的角度来提前预测该内幕信息与证券价格变化的关系,实际上这一预测也是非常主观的,甚至是随意的。“考虑某项信息是否重大,从而必须披露,通常是一种令人痛苦不堪(ulcerating)的经历。”^[69]为了避免承担预测失败的法律风险,他肯定会从严掌握。因此,价格影响标准并不是一个客观标准,而是一个主观标准,具有很强的随意性,不值得过于推崇。^[70]

从事后视角审视内幕信息的重大性判断,当前执法实践存在一种值得商榷的倾向:若证券价格在信息公告后产生显著波动,便以此作为信息具备重大性的印证;反之,若价格未见明显变动,却未必得出信息不具重大性的结论。此种论证逻辑,实质上构建了一种对辩方极为不利的、近乎单向的推定格局:无论市场反应如何,均可支持控方主张。这反映出一种“绝对信息平等主义”的理论偏见,即过分强调信息的静态平等获取,而忽视了市场效率、信息传递机制及其他外部因素对价格形成的复杂影响。值得注意的是,这一问题并非我国证券执法实践所独有,在国际证券执法领域亦属常见现象。^[71]笔者认为,公允的做法应该是,证券价格变化较大,就推定信息具有重大性,但同时允许推定不利方举证证明价格变化是由其他因素导致的。对于辩方的该等举证,裁判者有义务予以回应。^[72]

2. 保密协议的签署、内幕信息知情人登记与内幕信息形成时间

在有的案件中,证券执法机构认为,签署保密协议是内幕信息形成的重要证据。^[73]在另外一些案件中,证券执法机构将内幕信息知情人登记的最早日期作为内幕信息的形成日期。对此,笔者认为,保密协议的签署、内幕信息知情人登记仅仅是为了防范内幕交易,而不是表明内幕信息已经形成。无论是保密协议的签署还是内幕信息知情人登记,都未经严密论证,这仅仅是上市公司防范内幕交易,

[69] See James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort & Ann Lipton, *Securities Regulation: Cases and Materials* (10th Edition), Wolters Kluwer, 2022, p. 552.

[70] 目前,国内主流观点认为,投资者决策标准是主观标准,价格影响标准是客观标准,对这种观点,笔者在此提出质疑。

[71] 参见香港内幕交易审裁处有关隆辉集团有限公司的研讯报告书(1990年2月22日),第59-60页。

[72] 对于2022年《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第10条规定的“被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的,人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性”,笔者认为,这一规定太过于绝对,如果原告能够证明相关证券交易价格或者交易量明显变化是由于同期其他信息与虚假陈述对冲的结果,则应认定虚假陈述具有重大性。

[73] 参见中国证券监督管理委员会宁波监管局[2021]3号行政处罚决定书(宋某英)。

保护商业秘密的措施,不能直接作为内幕信息形成时间认定的依据。

“仅仅因为信息具有商业敏感性且因此保密,并不使其本身成为内幕信息。”^[74]在敏感期之前的交易,均不构成内幕交易,尽管此时信息知情人的确比一般人具有信息优势,但由于事件实现的概率不大,因此,对于股价没有影响;或者说,一个理性的投资者即便知悉事件的全部,而预测这一事件实现概率不高时,也不会影响或改变其交易决策。换言之,在法律层面,当某项信息的实现概率未超过某一合理阈值时,应当容忍投资者基于该信息所形成的相对优势。这种有限度的信息不对称,是市场有效运作下必然存在的现象,而非法律必须根除的弊端。

3. 低概率事件中“事后偏见”之克服

“规模—概率”判断方法也可以用来证明信息不具有重大性。如果某一事件在交易时发生的可能性较低,且其发生时的影响不足以对市场产生显著影响,则该信息可能被认定为不具有重大性。然而,需要注意的是,执法程序通常只会在事件实际发生后才会启动,此时交易者已经获利。在这种情况下,裁判者可能会难以认定该事件在交易时是低概率事件,尤其是当他们面对事件已经实际发生这一现实时。这种“事后偏见”(hindsight bias)是心理学研究中的一个现象,它表明人们在事件发生后往往会高估其发生的可能性。这种偏见可能导致裁判者在评估重大性时过于严厉。^[75]因此,为保障认定的客观与公正,裁判者必须保持高度的理论自觉与方法自觉,主动识别并克服此种认知偏差。在具体操作上,应最大限度地要求自身进行“情境还原”,即完全置身于交易发生时的具体环境与信息背景之下,尽可能屏蔽事后知晓结果所带来的干扰,以一名事中理性投资者的视角与认知水平,中立、审慎地评估事件在当时的客观发生概率与预期影响规模。

4. 非精算条件下的交易成功概率基准

内幕信息的精确计量固然更加科学,但目前还未变成现实。执法司法实践中仍然采用的是对交易成功概率的粗略估算,那么,相关重大事项是否已经“进入实质操作阶段并具有很大的实现可能性”中的“很大”的底线标准是多少呢?笔者认为,“很大”的底线标准一般以50%以上为宜。例如,某上市公司在某一会计年度结束后进行业绩汇总。在此过程中,公司内部不同业务板块的人员所掌握的信息存在差异:一部分人员可能掌握的信息是其负责的业务板块出现了亏损,但亏损金额相较于上一年度的盈亏规模而言并不显著;另一部分人员掌握的信息则是其业务板块有较大概率实现盈利,但盈利的绝对数额及其相对于上一年度的变动比例同样不大。在此信息分散、局部且指向不一致的情况下,即便是处于信息汇总核心位置的财务总监,在完成全面核算与综合判断之前,也难以准确认定公司在该会计年度整体上究竟是亏损还是盈利。此时,关于公司整体业绩的具有确定性的重大信息显然尚未形成。只有汇总的信息表明,亏损(或盈利)的概率超过50%的,才能认为内幕信息已经形成。但如果盈利或亏损的数额特别大,该数额乘以某一比例后,仍超过上一年的盈利数额或盈亏方向与上一年相反的,则可以以该比例作为内幕信息形成的最低概率标准。

欧洲法院(ECJ)在“盖尔特诉戴姆勒案”(Geltl v. Daimler)的判决中明确,判断不确定性未来事件是否构成内幕信息的概率阈值为“存在合理的预期其最终会实现”。^[76]根据该法院及诸多学者的解读,欧盟《市场滥用条例》第7条第2款中“合理地预期其发生”的表述,并不要求极高的概率,通常

[74] See Brian McDonnell, *A Practitioner's Guide to Inside Information* (2nd. Edition), Sweet & Maxwell, 2012. p. 34.

[75] See Donald C. Langevoort, *Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention*, 2024 Edition Volume 18, Thomson Reuters, 2024. p. 165.

[76] See Case C-19/11, *Markus Geltl v. Daimler AG*, ECLI:EU:C:2012:397 (2012).

理解为略高于 50% 即可。^[77]

一旦有了底线基准,法律的可预期性就会极大增强。例如,在一家上市公司收购另一家非上市公司的案例中,非上市公司的股权出售是通过公开招标进行的,上市公司要想收购该非上市公司,就必须投标。第一轮投标的有 50 多家公司,因此,第一轮投标时,该上市公司实现收购的概率还不到 2%,不能认定为内幕信息此时形成;第二轮投标后,该上市公司入围,但入围的共有 5 家公司。在这个时点上,实现收购的可能性仅 20%,也不是具有实现并购的“很大”可能性,内幕信息也未形成。一般而言,只有实现收购的概率超过 50% 后,内幕信息才得以形成。只有当收购标的的规模足够大,一旦收购完成,将给上市公司带来远超于现有规模的预期收益时,才可以降低该概率门槛,使内幕信息提前形成。

六、结语

期间问题,不独是证券法、内幕交易法面对的问题,其他法律也经常遇到。例如刑法,也经常面对刑事责任年龄的问题,而可能无法实现绝对公平。在内幕信息形成时间这个问题上,虽然比刑法上的刑事责任年龄问题更复杂,但背后的道理是相同的:不存在绝对的平等或公平;不能为了追求本来不存在的所谓的绝对的平等或公平,过于忽略其他价值,如效率、法律的可预期性等。严格来讲,法律的可预期性是为了提高法律的可遵从性,这也是一种效率价值。^[78]内幕交易法必须内幕交易的形成时间上形成较为明晰且前后一致的判断标准和判断方法。内幕交易执法司法除了为了维护平等、公平价值外,还要维护效率价值,并在诸多价值之间求得平衡。

(责任编辑:刘岳川)

Abstract: Securities law requires a consistent materiality standard for both disclosed and inside information—the “one-price law” of information. Lowering the insider information threshold in pursuit of absolute equality will correspondingly dilute disclosure standards. This risks investor information overload and insider trading over-enforcement, ultimately impairing market vitality. Enforcement should thus adopt relative—not absolute—informational egalitarianism, emphasizing consistent materiality standards and scientifically identifying information formation time to foster a sustainable capital market.

Key Words: materiality of information, information disclosure, materiality standards, relative informational egalitarianism, formation time of inside information

[77] Dov Solomon and Ido Baum, *The Regulation of Insider Trading in Israel: a Tango with U.S. Law*, in Stephen M. Bainbridge (Edited), *Research Handbook on Insider Trading* (Second Edition), Edward Elgar Publishing Limited, 2025, p. 365.

[78] 左泽东:《数字司法正义的“可预测性”——兼评〈司法裁判过程中的人工智能应用研究〉》,载《数字法学评论》2025年第1期(第4辑),第163-202页。