

美国司法中的内幕交易归责理论

胡荣国

作者 胡荣国，武汉大学法学院博士生；武汉，430072

关键词 美国司法 内幕交易 归责理论

提要 内幕交易是指发行人公司内的任何人依据有关发行人或其证券市场的重要的未公开信息进行的证券交易行为。内幕人员可以分为两类：一类是公司的内幕人员，另一类是公司之外的市场内幕人员。在证券法中，内幕交易比任何问题更引起公众的关注，也更易引起争议。因此，研究美国内幕交易的归责理论有助于理解和掌握美国的内幕交易制度，也有助于我国相关法律的执行。

在美国证券法归责理论中，发行人公司董事、高级管理人员、其他雇员作为公司内幕交易人员不得进行内幕交易，已不存在争议；存在争议的是应否禁止某些市场内幕交易。本文将着重论述美国有关内幕交易的三种归责理论的历史发展及非法挪用理论已事实上为各国内幕交易法所采纳等问题。

一、美国内幕交易归责理论的简单回顾

现代美国内幕交易法起始于20世纪60年代。从此，美国证券交易委员会及联邦法院开始对公司内幕交易人员课以公开公司重要信息或不利用该信息进行交易的义务。禁止内幕交易的法律依据是证券交易委员会根据1934年《证券交易法》第10(b)条制定的行政法规——规则10b-5(6)。尽管规则10b-5并没有明文禁止内幕交易行为，但是它含义广泛，足以禁止大部分通常被认为构成内幕交易的行为。规则10b-5禁止在证券买或卖中对任何人采用欺诈或欺骗的行为(act)、作法(practice)、公司业务(coruse of business)。但是，证券交易委员会和联邦法院认为规则10b-5在打击内幕交易方面仍缺乏有效性。美国大部分州的公司法又允许内幕交易，而1933年《证券法》及《证券交易法》仅仅明文禁止公司高级职员、董事或大股东在6个月内通过买和卖或卖和买股权证券获取短暂摆利润。

从60年代以来，这个规则一直是防止公司内幕人员利用重要的未公开信息进行内幕交易的有力武器。然而，自70年代末起，联邦法院在规则10b-5的适用上遇到了困难，其表现在如何调整对内幕交易人员的私人起诉权和如何定义诸如受密人、投资银行家、金融印刷工和记者、会计师、律师利用重要的、未公开信息进行证券交易的公开义务。尤其是如何裁决市场内幕人员在什么时候、什么环境下，使用何种信息才构成违反规则10b-5，迫使联邦法院重新审查内幕交易的归责理论。法院的努力导致了至少三种理论的诞生。它们

分别是平等享有信息理论 (equal access), 受托义务理论 (fiduciary duty), 非法挪用理论 (misappropriation)

二、平等享有信息理论

平等享有信息理论起源于对证券交易委员会首个将规则 10b-5 适用于公开市场内幕交易案例——证券交易委员会诉凯笛罗伯特公司的裁决依据的扩大解决。按照美国证券交易委员会的观点,对内幕交易适用规则 10b-5 的依据有两条: 1. 允许直接或间接地接触专为公司利用而不是私人利益的公司信息是由于存在一种法律关系; 2. 允许一方明知交易对方不享有该类信息而利用其享有的信息优势将构成内在的不可克服的不公正。

平等享有信息理论的优点在于提供了一项简单的规则来禁止利用几乎所有的信息差异,而这种差异被普遍地认为会导致一方享有不公正的交易优势。但是,平等享有信息理论的广泛适用范围也是其弱点所在。平等享有信息理论暗示着公众投资者应平等地享有基于非公开信息的交易权,除非知情交易人员是通过自己的研究与分析获得了独占性的私人信息。该种平等享有权即使符合规则 10b-5 一般证券法的规定,却也明显不符合最高法院在 70 年代致力于限制适用规则 10b-5 的作法。因而,最高法院在其首个内幕案中拒绝适用平等享有信息理论就毫不足奇。在查理莱案中,最高法院推翻了上诉法院对一位金融印刷工利用未公开的兼并要约信息进行交易而被裁定的刑事罪行。最高法院认为,印刷工是从兼并要约人而不是目标公司(被购买证券的发行公司)获得的信息,印刷工和他交易的目标公司股东之间没有法律关系,因而不存在公开义务。

查理莱案的判决标志着对规则 10b-5 进行分析适用的一种理论的终结。从更高的政策面来说,查理莱案只是否定了平等享有信息理论倡导的平等交易权,即印刷工保留交易权,除非公众股东能根据事先存在的法律关系对印刷工获得的信息提出更优先的权利主张。

三、受托义务理论

最高法院在查理莱案中提出了受托义务理论来限制内幕交易的范围。根据该理论,规则 10b-5 禁止在利用重要的非公开的信息进行内幕交易的范围限于根据事先存在的信托或信任 (trust and confidence) 关系,而对不知情的对方负有公开义务的内幕人员。如果内幕人员与交易对方不存在上述法律关系,则有关交易不属于规则 10b-5 禁止的内幕交易。这一理论则符合普遍法中有关欺诈的规定。根据普通法,只有基于信托关系,一方才对另一方负有公开义务;违反这样的公开义务,才构成欺诈。根据受托义务理论,一位内幕人员与局外人的交易被裁定违法之前,必须与发行人公司之间存在一种法律关系;而该法律关系是内幕交易信息的来源,也是内幕人员负有公开义务的法律依据。

很明显,受托义务理论至少有两个优点。首先是其学术性,受托义务理论要求内幕交易人员与不知情的交易对方之间必须事先存在法律关系,这使证券法律规定的禁止证券欺诈的规定与普遍法上禁止证券欺诈的规定相类似;其次是方法论,重申受托义务理论允许交易权的存在,不仅使法院在 20 世纪 80 年代前制定的大部分内幕交易案例法得以继续有效,也使法院保留了根据个案禁止各种新的内幕交易的灵活手段。

然而,受托义务理论也有严重的局限性,其适用范围过于狭窄,不符合公众的公平原则。而且,建立在受托义务基础上的理论未能提供有力的论据证明利用重要的未公开的信息进行交易的合理性。最高法院并未提出令人信服的理由回答为什么认定公众股东与经理之间存在信托义务关系而又认定公众股东与同样陌生的印刷工之间不存在信托义务关系。一种答案可能是股东与经理之间是代理与被代理关系。由于这种关系,经理利用重要的非公开的信息进行交易是不值得称道的,甚至是一种危险的经营补偿方式。这种回答将

公司内幕人员与市场内幕人员进行的交易予以区别对待。但是,这并不意味着查理莱案中的印刷工应该被允许进行交易,即使印刷工没有被其雇佣合同明文禁止不得利用工作关系获得的非公开信息进行交易。印刷工进行的交易与公司经理进行的交易并没有本质的区别,这也是最高法院首席大法官伯格在查理莱案中反对主流意见的一个重要观点。

四、非法挪用理论

最高法院对内幕交易的禁止范围予以缩窄后,引起证券交易委员会、国会和联邦下级法院的严重关注。在查理莱案判决后,交易委员会急忙堵塞该案判决可能导致的最大法律漏洞,那就是规则 10b-5 不能再适用于利用事先知道的重要信息对被兼并公司的证券进行交易。证券交易会利用法律授予的制定行政法规的权力,就兼并要约 (tender offer) 制定了规则 14e-3 规则 14e-3 对利用从要约人或目标公司获得的重要的非公开信息的任何人,课以公开信息或不交易的义务。实际上,从那以后,证券交易委员会通过行政法规在有限但极其重要的公司兼并领域重新提倡起平等享有信息观念。

国会对查理莱案和兑科案的判决的反应同样积极,但实际效果较差。国会对内幕交易进行定义的立法努力一再失败,部分原因是担心任何固定的定义可能导致内幕交易的范围过于狭窄。因此,对内幕交易的定义权仍由联邦法院行使。然而,国会对此的担忧可以从它通过的两条强制执行法律中很明显地看出其倾向性。一条是《1984年内幕交易制裁法》,该法授权证券交易委员会对内幕交易人员提起高达所获利润三倍的民事制裁案;另一条是《1988年内幕交易及证券欺诈执行法》,该法包含一系列从刑事制裁到发现内幕交易的预警系统,和对明知或疏忽大意未执行防止内幕交易程序的控制人员课以严厉的民事制裁。

下级法院尤其是最熟悉内幕交易案的第二巡回上诉法院,接受首席大法官伯格在查理莱案的反对意见中,就适用规则 10b-5 提出的第三种理论—非法挪用理论。该理论是特别设计以将规则 10b-5 适用于市场内幕人员。按照该理论,任何利用窃取或违反保密义务而获得的重要的非公开信息而进行的证券交易都属违反规则 10b-5 这样,凯笛罗伯特案的判决依据又被重新解释。规则 10b-5 适用于违反对公众股东义务的交易,适用于任何违反对市场信息来源保密义务的交易。非法挪用理论对最高法院的受托义务理论所作主要妥协是不给予公众股东对市场内幕人员如查理莱案中的印刷工人私人起诉权。因为他只可能在刑事公诉、证券交易委员会执行诉讼或被他人欺诈 (信息来源) 的私人诉讼案中被判承担法律责任。

非法挪用理论逐渐地经受住了最高法院的审查。在 1987 年的卡朋特诉美国案中,最高法院在复审一位记者的刑事责任时,简单地谈及了非法挪用理论。在该案中,一名记者将一本有影响的财经杂志的内容事先透露给了一位经纪人,此人利用未公开信息进行证券交易。出乎很多人意料的是,最高法院的法官一致同意根据《联邦邮件和通信欺诈法》维持对该名记者的定罪,但以 4 票对 4 票几乎维持根据规则 10b-5 和非法挪用理论对该名记者的定罪。最高法院法官之间的分歧,即意味着非法挪用理论可能被否决,也同样意味着非法挪用理论极可能在国会通过《1988年内幕交易及证券欺诈执行法》后,被最高法院采纳。虽然没有明确规定,但该法通过规定赋予与市场内幕人中同时进行交易的公众投资者在非法挪用案例法下也不允许的私人起诉权,间接地赞同了非法挪用理论。

1997 年 6 月 25 日,最高法院终于对美国诉欧海根案作出终审判决,根据非法挪用理论裁定欧海根违反 1934 年《证券交易法》第 10b 第 14e 条及证券交易委员会规则 10b-5 及规则 14e-3 的罪名成立。在该案中,一位明尼苏达律师詹姆斯·赫尔曼·欧海根在获悉他的律师所将代表一家英国公司对匹尔伯利公司提出收购要约后,购买了大量匹尔伯利公司的选择权 (option) 和普通股,共赚取了 4.3 百万美元。金丝伯格大法官代表 6 位大法官发表的判决书认为,非法挪用理论适用于违反信托义务以欺诈手段将托付于他的机密信息用于交易者。判决强调欧海根如果告知他的律师所和他的客户他将利用未公开的信息进行交易,欧海根就不存在违反规则 10b-5 的欺诈规定。判决书认定,欧海根的欺诈行为是与证券买卖有关的,因为欧海根

的欺诈行为不是发生在他获得信息之时，而在他利用获得的信息进行交易之时。判决书也认定，欧海根没有违反他购入匹尔伯利证券的交易对方的任何义务。他欺诈的对象是信息来源即他的律师事务所及他的客户，而不是市场上的交易对象。

非法挪用理论包含最高法院对公认的内幕交易进行个案分析的倾向性观点，及社会大众对规则 10b-5 应用于除公司内幕人员之外的市场内幕人员的内幕交易的普遍观点。从理论上说，非法挪用理论满足了规则 10b-5 关于与证券有关的欺诈要求。该理论的通常适用对象是那些违反雇用合同的明示条款，利用重要的非公开信息进行证券交易，从而构成对雇主进行欺骗和欺诈的雇员或代理人。从而构成对雇主进行欺骗和欺诈的雇员或代理人。从政策面来说，既然非法挪用理论主要是为执行事先已存在的私人性的禁止市场内幕人员利用非公开的信息进行交易的法律关系，那么就很难说这种理论是错误的还是不合理的。

尽管非法挪用理论有其优点，但也有人批评它与查理莱案确立的受托义务理论的适用范围相差太大，在交易权的分析方面又显得过于保守。这种批评是技术性的。对那些规则 10b-5 进行狭义解释的人来说，非法挪用理论忽略了联邦证券法禁止的是与证券买卖有关的欺诈，而不是涉及证券交易的任何欺诈。这缺陷在类似卡朋特案中表现尤为突出。在该案中，被记者行为欺诈的《华尔街日报》本身并不是一位市场参与者，它虽然也被不法泄密欺诈，但它并不是一般意义上的证券欺诈的受害人，因为它并没有参与证券交易。也就是说，该类欺诈并不是真正的与规则 10b-5 规定的目的一样的“与证券买有关”的证券欺诈。这一观点很明显影响了在卡朋特案中对非法挪用理论持反对意见的法官。

对非法挪用理论的另一种批评是，对信息采用简单的财务权利分析方法对市场内幕人员的问题过于简单化。非法挪用理论把重要的非公开的市场信息的所有权划归于雇主或被代理人，忽略了公众投资者也可以据以提出交易权利主张的更广泛的固有的法律关系。例如，在查理莱案中，大意地泄露信息给印刷地的兼并要约人本身也必须遵守 1934 年《证券交易法》第 13 的规定。该条规定兼并要约人在购买了目标公司发行在外的 5% 股份后应公开他们的购买意图及身份。就一项即使进行的兼并事项提醒市场的目的之一是为了保证兼并要约信息的价值的一部分转移给公众股东。同样，在卡朋特案中，华尔街日报如果违反明确的承诺，授权它的雇员事先利用重要的未公开的投资报道进行交易，它就构成单独违反规则 10b-5。在两宗案例中，并不只是有重要的非公开信息的所有人是非法挪用理论分析下的信息价值的权利人，公众投资者也是受害人，也有权提出权利主张。

过去几十年美国内幕交易归责理论的演变，从表现上看是最高法院视为规则 10b-5 运用核心的证券欺诈法律观念的不断演变。而从更深层次来看，以受托义务理论和非法挪用理论取代平等享有信息理论反映了全球性的主张公平和有效地传播信息的观点取代了以市场为中心的内幕交易观点。因此，受托义务理论和非法挪用理论可视为基于一定的合同和法律规定的交易权分配方法。这种方法不能过于狭窄。而实际上受托义务理论和非法挪用理论使规则 10b-5 能适用于平等享有信息理论谴责的大部分内幕交易和如欧洲共同体指令采纳的基于一人的身份定义的内幕交易。现在，受托义务理论和非法挪用理论已被世界上绝大多数国家的证券法有意或无意地采纳为内幕交易的归责理论，是当今最为流行的内幕交易归责理论。

(责任编辑 车 英)