

内幕信息重大性标准及其投资者设定

萧 鑫*

摘要:内幕信息重大性的认定存在两种标准的讨论,而两种标准背后均隐含了一定的投资者设定,该设定最终决定了两者是否有根本性的区别,也直接体现了内幕信息重大性认定标准背后的价值考量。从我国《证券法》及证监会的法律实践来看,我国内幕信息重大性认定采取的是价格可能敏感性标准,而该可能性的判断基于的是具有独特投资偏好的理性投资者视角。然而,相关价值权衡与投资者设定还远未结束,如何协调不同理性投资者之间的利益冲突是其中的核心问题。股灾期间相关利好信息重大性的认定就为其中典型。以此为例,本文对该问题的解决提供了一些思路和具体建议。

关键词:内幕信息 重大性认定标准 投资者设定 理性投资者 股灾

一、内幕信息重大性认定的理性投资者标准

(一) 价格敏感标准与理性投资者标准

内幕信息重大性标准在我国证券法理论上一直

* 中国政法大学中欧法学院博士研究生。

存在“价格敏感标准”与“理性投资人标准”的讨论。^[1]前者认为相关信息要具有重大性则必须对证券价格有显著影响,^[2]而后者则认为重大性的判断应当以相关信息是否很可能对理性投资者的决策产生重要影响为标准。^[3]两种标准是否存在根本性差异,构成不同的标准,学者常常存在不同看法。

有学者认为两标准存在根本性的区别,强调:理性投资者考虑的信息并不必然都会引起价格的实际波动;引起价格实际波动的信息也并不必然是对于理性投资者而言重要的信息。两标准下的重大性信息范围并不相同。^[4]但也有学者认为,两种标准并不存在根本性的冲突。持该种观点的学者实际是将价格敏感标准理解为可能的价格敏感标准,即只要相关信息很可能对价格有显著影响就符合价格敏感性的要求,并基于该种理解强调:理性投资者决策是连接信息和价格的媒介,因此判断信息对理性投资者的影响与判断信息对价格的可能影响是同

-
- [1] 在内幕信息重大性标准的讨论中也存在信度效度平衡法则 (the Probability/Magnitude Approach),但一般认为该标准属于既有理性投资者标准的延伸,且其所欲解决的问题在既有的标准下亦可解决,并无独立成法的必要。参见肖伟:《内幕信息确定性考量模式之选择》,载《环球法律评论》2012年第5期;Thomas W. Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Wolters Kluwer Law & Business, Retrieved 24 February 2017, p. 212。
- [2] 对于价格敏感标准下的“有”是“可能有”还是“实际有”则往往并不明确。彭冰老师明确提出是“可能有”,参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2007年版,第380页。而更多的学者则并未对此进行明确阐释。参见范健、王建文:《证券法》,法律出版社2007年版,第466页;叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2013年版,第222页。也有将价格敏感性标准描述为相关信息“一旦公开”会对价格产生显著影响,该种描述实际上也属于采取了“可能有”的理解,参见朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2011年版,第210页。
- [3] 理性投资者标准下,信息对理性投资者决策很可能有重要影响并不意味着理性投资者知晓该信息后会改变投资决策,而是说会使其对既有信息进行重新评价。参见谢杰:《内幕信息形成时间判断研究》,载《证券市场导报》2013年第8期;李有星、董德贤:《证券内幕信息认定标准的探讨》,载《浙江大学学报》(人文社会科学版)2009年第6期。
- [4] 杜晶:《论内幕信息重大性的一般判断和个案判断》,载郭峰主编:《证券法律评论》,中国法制出版社2015年版;张小妮:《股权市场内幕信息重大性认定研究》,载《私法研究》2014年第2期;闻志强:《内幕信息的认定标准和司法适用分析》,载《西南交通大学学报》(社会科学版)2015年第1期。

一问题。^[5]而且信息对股价的影响恰恰也是理性投资者决策判断的核心依据。^[6]

要厘清这个问题,实际上就必须先明确价格与投资者之间的关系。证券市场的价格最终是由投资者之间的供求关系决定,^[7]因此,对投资者供求决策有重要影响的信息,最终也就对价格有显著影响。从这个意义上来看,判断价格敏感性,同时也就是在判断相关信息是否对投资者的决策有显著影响。但问题是,这一判断背后的投资者是什么样的投资者呢?

(二) 标准背后的投资者设定

理性投资者标准对该问题的判断,是基于理性投资者的视角,而在经济学上,理性投资者被认为有两大特性:(1)其能够迅速地对新信息做出反应,按照贝叶斯法则判断事件发生概率,形成正确的观念;(2)其会根据正确观念,按照主观效用最大化的标准进行投资决策。^[8]在理性预期均衡理论下,理性投资者的主观概率判断还与客观概率相一致。所以,经济学上的理性投资者不仅具有理性的动机,而且还具有很强的理性能力。然而,主观效用的大小与理性投资者自身的偏好有关,不同偏好的理性投资者即使具有相同的理性能力也可能导致产生不同的投

[5] 李有星、徐鹏炯:《内幕信息重大性标准探讨》,载浙江大学学术期刊导航网,<http://www.zjujournals.com/soc/CN/abstract/abstract11325.shtml>,2017年2月10日访问。

[6] 陈舜:《内幕信息重大性的统计检验》,载《金融法苑》2005年第1期。

[7] 当然,域外法律也常常强调价格敏感标准下的价格与证券内在价值之间的关系,似乎是认为内在价值是与供求关系相独立的一个客观度量。Thomas W. Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Wolters Kluwer Law & Business, Retrieved 24 February 2017, p. 207. 但是,新古典主义经济学的均衡价格理论,对价值越来越趋向于采取以投资者主观效用最大化为基础的非实体化理解,参见肖殿荒:《两大经济学范式及其价值理论之比较》,载《当代经济研究》2003年第2期。

[8] Barberis, Nicholas and Thaler, Richard H., *A Survey of Behavioral Finance* (September 2002), available at <http://ssrn.com/abstract=327880> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.327880>.

资决策。^[9]因此,要判断相关信息对理性投资者决策而言是否重要,还必须结合到理性投资者的偏好。不仅如此,法律上的理性投资者难道就一定指的是经济学上具有很强理性能力的理性投资者?^[10]这也就导致了,在内幕信息重大性的认定上,理性投资者标准实际上并不明确,还必须进一步去追问其背后的理性投资者到底是何种理性投资者?^[11]

在采用事件研究法对价格的实际敏感性进行测量时,相关价格实际上是由实际投资者所决定,因此,该标准最终反映的是以实际投资者决策偏好为基准所认定的重大信息。而实际投资者显然不等同于理性投资者,其并不一定具备理性投资者的理性动机和能力。不仅如此,该种价格实际敏感标准的测定完全建立在对客观价格变动的测量上,而非相关信息对实际投资者主观影响的估计上,因此,从方法上看,其属于一种客观标准,而非主观标准。^[12]由此可见,若将价格敏感标准限定在实际敏感性的有无上,则其显然与理性投资者标准存在根本性的区别。

-
- [9] Markowitz 的投资组合选择理论及其扩张,是理性投资者假设下通常的理论基础。然而该完全理性理论下的投资者实际上是风险厌恶型的投资者,而实际投资者可能并非完全理性,也并不属于风险厌恶的类型。基于有限理性的观点,理性投资者可能具有不同的风险偏好,而风险偏好的衡量常常通过一定概率下的风险容忍来表示,即一定概率下,投资者在未来特定时间内容忍风险或者损失的最大值。参见张金清:《非理性条件下的风险偏好与投资选择研究》,载《管理评论》2004年第12期。
- [10] 在信息重大性的认定上,法律上所采纳的理性投资者概念并非完全就等同于经济学上的概念,其可能还会考虑人权、宗教、反腐败等其他需要实现的法价值。Steven R. Ratner, *Corporations and Human Rights: A Theory of Legal Responsibility*, The Yale Law Journal, Vol. 111, 2001.
- [11] 正因为如此,理性投资者标准常常被认为是一种非常模糊的主观标准。See Thomas W. Huang, *International Securities Markets: Insider Trading Law In China*, Wolters Kluwer Law & Business, Retrieved 24 February 2017, p. 210.
- [12] 也正是因为价格敏感标准的客观性及其所带来的确定性,让一些学者认为该标准更优于理性投资者标准这一主观标准。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。但也有学者基于内幕信息监管的根本目的及客观标准本身容易被规避的问题,认为主观标准是内幕信息重大性认定更优的选择。参见侯幼萍:《论公司并购中内幕交易的认定及我国相关立法完善——对邓军等内幕交易处罚案的思考》,载《甘肃社会科学》2010年第4期。

但若以可能的价格敏感性来理解价格敏感标准,那么问题就变得更为复杂。因为该标准并未明确其所判断的可能价格是由何种投资者所决定,因此,也就难以断定其与理性投资者标准有无根本性的异同。如果该价格就是指的的实际投资者决定的价格,则不仅其投资者设定与理性投资者标准不同,而且由于该可能性的判断可建立在对历史价格变动的分析上,属于一种客观方法,因此也与理性投资者这一主观标准有异。但如果该价格是由理性投资者决定,则其变动可能性的判断最终也只能以主观方法为依据,若该理性投资者又与理性投资者标准下的投资者设定相同,则两标准之间就并无根本性的差异。

可见,价格敏感标准与理性投资者标准之间是否存在根本性差异,乃由其背后的投资者设定和具体判断方法决定。而投资者设定应当是更为重要的因素,因为该种设定根本上体现了内幕信息重大性认定的价值衡量,也只有明确了相关设定才能真正理解相关标准的完整内容与基础。

二、内幕信息重大性标准背后的价值衡量

(一)禁止内幕交易的目的——保护市场信心

对内幕信息的范围进行重大性的限定与禁止内幕信息本身的目的相关。禁止内幕交易的基础有两大模式:私人利益模式与公共利益模式。^[13]私人利益模式由信义义务理论和盗取理论构成。该种模式下,禁止内幕交易背后最根本性的法理基础在于私人产权的保护。^[14]内幕信息的产权属于公司,未经公司同意而利用相关信息谋利的行为实际上属于挪用公司财产的行为,而这种行为对于公司内部人来说则是违

[13] David D. Haddock and Jonathan R. Macey, *Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation*, *Journal of Law & Economics*, Vol. 30, 1987.

[14] 在 O' Hagan 一案中,美国最高法院就明确指出:公司对其秘密信息拥有排他性的使用权。私自未经披露地盗用相关信息是一种违反信义义务的行为,构成欺诈,该种欺诈性质与盗窃罪相当。See O' Hagan, 521 U. S. at 655.

反信义义务的行为,而对于与公司无信义关系的人来说也违反了保护产权的基本原则。^[15]但事实上,并非任何信息都具有经济价值而存在产权保护必要,因此,内幕信息必定存在一个合理的范围限定。而相关信息是否具有经济价值取决于市场投资者对该信息价值的观点和看法,在于信息是否对其买卖决策而言有重要影响,最终也就是由市场实际投资者的实际偏好所决定。

与此不同,公共利益模式则主要基于信息公平(parity of information)理论,认为市场参与者在参与投资时应当保障信息公平。^[16]而何谓信息公平,主要也应以实际投资者的偏好为准,因为无论是私利利益模式还是公共利益模式内幕交易监管,其最终基础都在于保护市场投资者的信心,以维持既有的投资者数量并激励更多的投资者能进入资本市场维持并促进市场的活力。^[17]

综上所述,基于保护市场信心的内幕交易监管目的,内幕信息重大性认定标准必定存在一定的现实面向,必须考虑到市场实际投资者的偏好和特点,对实际投资者的信心加以保护。但问题是市场实际投资者的期待都值得保护吗?

(二) 建设何种市场

内幕信息重大性标准背后的投资者设定同时也必然体现了法律对于建设何种市场的价值评价,这构成了相关考量的规范面向。而其中最重要的莫过于市场效率^[18]这一价值。如果将任何实际投资者认为重要或者不公平取得的信息都认定为内幕信息,会从根本上瓦解投资者寻求价值信息的动机,价格也就难以迅速地反映资产的价值信息,

[15] 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。

[16] Committee on Federal Regulation of Securities, Report of the Task Force on Regulation of Insider Trading, Business lawyer, 1986-1987; [美] 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第267页。

[17] Spencer Derek Klein, *Insider Trading, SEC Decision - making, and the Calculus of Investor Confidence*, Hofstra Law Review, Vol. 16, 1988.

[18] 市场效率的概念与有效市场假说相关。该假说强调,在一个有效率的市场环境中,证券的市场价格会充分反映与该证券相关的所有已公开的信息,强调了证券价格反映信息的速度。Burton G. Malkiel & Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol. 25, 1970.

市场最终很可能陷于无效率的境地。^[19] 而一个无效率的市场就无法发挥市场本身的积极作用,并可能导致欺诈等机会主义行为的泛滥。因此,在内幕信息重大性的认定上也就应当注意协调市场效率的价值。这也就要求重大性认定标准背后所设定的投资者应当是有效率市场下的理性投资者,^[20] 而非实际投资者。除此之外,法律可能还希望理想的市场上每个投资者遵守一定的伦理要求,^[21] 因此,与公司行贿及违反人权相关的信息也会被认为具有重大性。^[22]

但有效市场下的理性投资者实际上也存在偏好上的差异,要建设的有效市场到底是以何种理性投资者为主的市场? 例如,是具有长期视角的理性投资者,还是具有短期视角的理性投资者,是风险厌恶型的理性投资者还是风险偏好型的理性投资者? 如果相关设定与市场实际相违背,可能导致市场信心的损害。不仅如此,过高的理性要求,反过来也可能损害市场效率。例如,在投资者普遍属于非专业投资者的情况下,若将重大性标准下的理性投资者设定为专业理性投资者(sophisticated investors),将不利于激励机构投资者去分析和挖掘信息,不利于发挥机构投资者作为价格协调者的功能,最终损害

[19] 实际上法律上禁止内幕交易的合理性经常被学者认为是与市场效率相违背的。Richard. A. Booth, *Insider Trading: There ought be a Law or Not*, Regulation, Vol. 38, 2015.

[20] 有效市场下的理性投资者概念也建立在经济学上的理性投资者概念基础上。See Milton Friedman, "The Methodology of Positive Economics" in Friedman, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, 1953, p. 3.

[21] 这些价值考量被学者称为伦理重大性(ethic materiality), See Sauer. Richard C, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, Business Lawyer, Vol. 62, 2007.

[22] 当然内幕信息重大性的认定标准在规范面相上可能还存在其他的价值考量因素,如节约司法成本、股东承担投资的注意义务。前者认为重大性标准的提出是为了避免复杂的认定和案件数量的增加。See Stephen M. Bainbridge & G. Mitu Gulati, *How Do Judges Maximize - The Same Way Everybody Else Does - Boundedly: Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*, Emory Law Journal, Vol. 51, 2002。而后者认为,任何证券法的保护都不应当成为一种保险,投资者应当承担一定的注意义务,否则有违买者自负的法律原则。See David A. Hoffman, *The "Duty" to be A Rational Shareholders*, Minnesota Law Review, Vol. 90, 2006.

市场效率。^[23] 因此,内幕信息重大性标准背后的理性投资者设定,也必须涉及相关价值的协调问题。

综上所述,内幕信息认定标准背后投资者的具体设定,从根本上来说就是由投资者实际偏好、建设何种市场以及相互之间的平衡所共同决定的。那么,我国法律到底在内幕信息重大性的判断上采取了什么标准,其又是在相关标准背后设定了何种投资者呢?

三、我国《证券法》^[24] 上内幕信息重大性认定的标准

(一) 实际价格敏感标准还是可能价格敏感标准

1. 《证券法》第 75 条下的概括与列举

从《证券法》第 75 条所作的概括性规定来看,内幕信息是“涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息”。我国内幕信息重大性认定的标准,无疑是采取了价格敏感性标准而非理性投资者标准的表述。但此处所谓的“有”是“可能有”还是“实际有”呢?从字义解释上来看,并不能得到答案。

不过,《证券法》第 75 条在对内幕信息进行概括性规定的同时,直接将“涉及公司经营、财务”的信息认定为内幕信息而不用去判断相关

[23] 这一问题最集中体现在重大性认定的信息镶嵌问题;有些信息本身不属于重大信息,但是对于成熟的具有较强分析能力的理性投资者来说,结合到既有的其他信息进行分析往往能得到一些重要的信息。那么,那些本身不具有重大性信息是否具有重大性? See Allan Horwich, *The Mosaic Theory of Materiality—Does the Illusion Have a Future?* Securities Regulation Law Journal, Vol. 43, 2015.

[24] 我国《刑法》第 180 条也规定了内幕交易罪,其对内幕信息的界定是尚未公开的“涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息”该规定与《证券法》有所不同,将涉及发行、交易的信息而非涉及公司经营、财务的信息也认定为了内幕信息。但问题是该条第 2 款又规定,内幕信息的范围依照法律行政法规确定,似乎是强调了具体的界定应当遵从《证券法》的规定。此后内幕交易罪的司法解释也体现出在内幕信息的界定上是以证券法的规定为主。当然,《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》也对内幕信息重大性的指引进行了规定,但该规定没有正式的法律效力。所以,从实证法来看,我国内幕信息重大性的认定主要还是依据《证券法》第 75 条的规定。

信息是否实际引起了价格的显著变化。第75条第2款也对内幕信息进行了列举,而任何概括性列举从逻辑上来看都只能是事前对可能影响价格信息的列举,而不可能是对事后实际影响价格的具体信息的列举。《证券法》第67条1款的概括规定,更是表明:其第2款也就是被75条列举为内幕信息的事件(即信息),是“可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件”。以此来看,显然可以认为我国《证券法》上对内幕信息重大性的认定标准包含了可能的价格敏感性标准。

2. 证监会的执法实践

而从证监会的实践来看,其对内幕交易重大性的判断主要是基于价格可能敏感性的判断标准,价格实际敏感性标准并不是重大性的独立认定标准。这主要体现为:(1)证监会在内幕信息的认定上大多是径直依据相关信息是否属于《证券法》上所列举的内幕信息类型来判断,而并不测量价格实际敏感性的有无。^[25]而如上所言,事前列举之信息本质上只是存在可能的价格敏感性。(2)在对《证券法》列举之外的信息作重大性判断时,实际价格敏感性的测量也并非是唯一标准,满足某种价格可能性标准亦是其条件之一。例如,在光大乌龙事件的处理上,相关错单巨量交易是否属于内幕信息的判断也并非单纯因其实际上对价格有显著影响,而是因为证监会认为,“同时,巨量申购和成交可能对投资者判断产生重大影响,从而对沪深300指数,180ETF、50ETF和股指期货合约价格产生重大影响”。可见,满足价格的可能敏感标准,仍然是构成内幕信息重大性的必要条件,实际价格敏感性往往是作为一种对可能性的客观印证方法。

那么,进一步的问题就在于,我国立法上的价格可能敏感性是如何进行具体认定的呢?证监会“可能对投资者判断产生重大影响的用语”似乎已经表明,相关认定背后是以一定的投资者设定为依据的,那

[25] 根据从证监会网站公布的处罚决定来看,2017年目前处罚的内幕交易案共10起,而其中径直依据属于证券法列举的信息类型来认定内幕信息的就有7起。参见证监会行政处罚决定书[2017]12号;证监会行政处罚决定书[2017]17号;证监会行政处罚决定书[2017]16号;证监会行政处罚决定书[2017]15号;证监会行政处罚决定书[2017]5号;证监会行政处罚决定书[2017]7号;证监会行政处罚决定书[2017]8号;证监会行政处罚决定书[2017]9号。

么,这一投资者设定具体又是什么呢?

(二)《证券法》下价格可能敏感性的认定及理性投资者设定

从《证券法》第75条的列举来看,具有价格可能敏感性的信息均是与公司经营、财务这些与所有者权益有关的信息,这些信息可以分为三个类型:(1)会直接造成公司所有者权益^[26]重大变动的事件;^[27](2)可能会直接造成所有者权益重大变动的事件;^[28](3)可能会间接造成所有者权益重大变动的事件。^[29]相关标准也就在一定程度上采纳了有效市场下的理性投资者设定。上文已述,有效市场下的理性投资者是基于正确的信念,按照主观效用最大化也就是预期收益最大化来进行投资决策。而证券的预期收益是由其将来所能带来的现金流折现决定的,公司的所有者权益又是股票这一典型证券现金流的最终来源,因此,与所有者权益重大变动相关的信息就会影响理性投资者的决策。将这类信息确定为内幕信息,也就隐含了理性投资者的设定。

当然,从证监会的实践来看,内幕信息重大性标准背后的理性投资者也具有其他的一些特点和偏好:

1. 仅具有一般的理性能力。个股信息被列为内幕信息的范围,说

[26] 所有者权益是会计上的概念,按照《会计准则——基本准则》第26条的规定,“所有者权益是指企业资产扣除负债后由所有者享有的剩余权益。”

[27] 具体包括:公司发生重大债务或者未能清偿到期重大债务的违约情况;公司发生重大亏损或者重大损失;分配股利计划;公司生产经营的外部条件发生的重大变化;公司营业用主要资产的报废一次超过该资产的30%。

[28] 具体包括:公司增资计划;公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定;公司订立重要合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响;公司减资、合并、分立;涉及公司的重大诉讼;公司生产经营的外部条件发生的重大变化;公司股权结构的重大变化;公司营业用主要资产的抵押、出售一次超过该资产的30%;公司债务担保的重大变更;上市公司收购的有关方案。该类型下的诉讼、担保、抵押等事件中的债务是预计债务时,就会直接影响所有者权益的变动。

[29] 该类型下的事件本身并不会直接造成当前所有者权益的变动,只是与公司的持续经营能力和营利能力有关,可能对未来的所有者权益变动有影响。例如,公司的经营方针和经营范围的重大变化;解散及申请破产的决定;公司生产经营的外部条件发生的重大变化;公司的董事、1/3以上监事或者经理发生变动;持有公司5%以上股份的股东或者实际控制人,其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化;股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效;公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查,公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施;公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任。

明其不具备实施投资者组合策略的完全理性。在信息型操作市场的认定中,证监会就明确指出具有重大性的信息是“能够对具有一般证券市场知识的理性投资者的投资决策产生影响的事实或评价”。^[30]

2. 具有对非理性行为套利的偏好。证监会认为反映流言真实情况的信息^[31]及巨量错单交易^[32]也属于内幕信息。该认定虽然一定程度突破了《证券法》要求内幕信息与公司经营、财务相关的规定,但也仅仅是扩展了重大性标准背后理性投资者的原有套利方式,将非理性行为导致实际价格与内在价值偏离的情形纳入其中。而这种套利方式在传统的理性投资者理论看来属于典型的无风险套利,是理性投资者作为市场套利者(arbitrageur),排除非理性行为对价格机制影响的重要方式。^[33]

3. 具有一定的风险偏好。证监会在“内幕信息确定性”问题上,认为相关并购计划或者资产重组计划只要交易双方确定,就构成内幕信息,即使相关计划最终终止。^[34]这表明,不确定性较高的事项也会影响重大性标准背后理性投资者的投资决策,应该说这一投资者是具有一定风险偏好的理性投资者。

虽然,我国《证券法》上内幕信息重大性背后理性投资者的设定已经越臻具体,但内幕信息重大性标准背后的具体价值衡量及投资者设定还远未结束。其中最困难的问题永远在于,如何协调不同理性投资者之间的利益冲突。在股灾这一特殊市场环境下,对增持行为而言利好的信息是否具有重大性、构成内幕信息,就是其中的典型事例。

[30] 参见《证券市场操纵行为认定指引》第19条。虽然操纵市场与内幕交易责任属于不同的责任类型,但是在信息型市场操纵上往往与内幕交易发生竞合。

[31] 证监会行政处罚决定书[2008]12号。

[32] 证监会行政处罚决定书[2013]59号。

[33] Barberis, Nicholas and Thaler, Richard H., *A Survey of Behavioral Finance* (September 2002), available at <https://ssrn.com/abstract=327880> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.327880>.

[34] 谢杰:《内幕信息形成时间判断研究》,载《证券市场导报》2013年第8期;证监会行政处罚决定书[2017]2号、证监会行政处罚决定书[2017]3号,(2010)二中刑初字第689号判决书。

四、股灾下内幕信息重大性认定的特殊问题

在股灾发生时,如果买入股票,短期亏损的可能性非常高,相关增持行为的风险极大。如果此时产生了《证券法》上所列举的对于增持而言利好的信息,那么该种信息是否仍然具有重大性、构成内幕信息呢?

(一) 长期投资者还是短期投资者?

该问题的解决,核心是需要去判断重大性标准背后的理性投资者是长期投资者还是短期投资者。^[35]

在股灾情况下,由于股市持续暴跌的可能性很大,且该种暴跌是一种无法规避的系统性风险,^[36]单个股票的利好信息实则很难使其价格在股灾期间企稳反弹。所以短期来看,即使出现对增持行为利好的信息,相关增持行为也非常可能亏损,预期收益为负。相关信息对于进行短期投资的理性投资者而言就并不具有重大性。但对于进行长期投资的理性投资者来说,股灾所引起的系统性风险并不会长期存在,股价不会持续暴跌,而会回归其内在价值。因此,相关增持行为从长期来看其预期收益并非一定为负,利好信息所能带来的收益可能仍然存在。如此,则相关利好信息对于长期投资者来说很可能就具有重大性。

这两种不同的理性投资者在该问题的回答上不仅可能截然不同,而且两者之间应该说还存在内在的利益冲突。如果按照短期理性投资者的视角来认定重大性,那么相关利多信息就不具有重大性,不属于内

[35] 该种基于长期、短期视角的比较,来认定系统性风险对“重大性”判断的影响,在证券法的其他“重大性”问题中也有所体现。例如,美国公司兼并中,系统性经济波动导致目标企业经营发生显著变化,此时买方是否可以依据并购协议中的“重大不利变化”条款主张解除合同?对此,特拉华州法院强调,应当基于“一个合理的收购者所拥有的长期视角”来加以判断,不应当将经济短期的系统性波动纳入重大性的认定当中。See *IBP Inc. v. Tyson Foods*, 2001 WL 675330 (Del. Ch.)。

[36] 刘圣尧、李怡宗、杨云红:《中国股市的崩盘系统性风险与投资者行为偏好》,载《金融研究》2016年第2期。

幕信息,利用相关信息而实施的交易就应被允许。但相关信息实际上对于长期理性投资者来说很可能具有重大性,被允许的交易对其来说就是不公平的内幕交易,允许该类交易无疑损害了长期理性投资者的利益和信心。而如果按照长期理性投资者的视角来认定重大性,那么,本来对短期理性投资者来说不具有重大性的利多信息就可能被认定为是内幕信息,因此相关增持交易也就属于被禁止的内幕交易。但该种增持交易对于短期理性投资者来说不仅不具有危害,而且还具有有效传递利多信息,稳定股价,缓解恐慌情绪,使市场流动性尽快恢复的救市效果,^[37]禁止该种交易的做法无疑也就与短期理性投资者的期望相违背,最终损害了这类理性投资者的信心。

(二) 法解释论上的回答

按照《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第9条的规定,“对证券交易价格有显著影响,是指通常情况下,有关信息一旦公开,公司证券的交易价格在一段时期内与市场指数或相关分类指数发生显著偏离,或者致使大盘指数发生显著波动”。该规定着重强调了可能价格敏感性的判断应当在“通常情况”这一前提条件下来进行,似乎是有意排除了股灾这一特殊市场环境对重大性认定的影响。因此,股灾这一系统性的风险就不应该纳入重大性认定上的考量。这样相关认定标准实际上也就是采纳了长期理性投资者的设定。但问题是该指引仅是证监会的内部文件,其效力完全取决于证监会是否实际上遵守。而从证监会对股灾期间内幕交易的实际处罚来看,虽然调查了几起股灾期间的增持内幕交易,但最终均未对其作出处罚决定。^[38]以此来看,证监会似乎又是采取了短期理性投资者的立场。

(三) 立法论上的思考

按照上文分析,内幕信息重大性的认定主要需要考虑两个因素:
(1)实际投资者是何种投资者?为了保护市场信心,应当将实际投资

[37] 正因为增持行为对于救市而言具有积极的意义,各国面对股灾时通常会采取该种措施。参见课题组:《各国应对股灾救市行动评述》,载《证券市场导报》2016年第1期。证监会在股灾期间也发布了鼓励董监高增持的51号文。

[38] 典型的如证监会对飞马国际股灾期间员工增持计划的增持行为进行了内幕交易的调查,但至今也并未做出处罚决定。

者认为重要的信息认定为具有重大性；(2)要建设何种市场,哪种投资者为主要的市场是更好的市场?为了建设和培育该种市场,应当构建有利于该种投资者利益的重大性标准。在短期投资者与长期投资者存在利益冲突,必须选择其一作为重大性标准背后的投资者设定时,根本上也就是要看这两种投资者谁最符合以上两个考量的要求。

而从建设何种市场的规范面向来看,长期投资者和短期投资者所构成的市场各有优劣,实在难断何者更好。虽然有研究认为长期投资者组成的市场具有较强的稳定性,^[39]而且该种市场还有助于提高上市公司的治理水平,^[40]但短期投资者对于市场的流通性及效率来说也具有重要的价值。^[41]因此,此时基于保护市场信心的价值,以市场主要实际投资者对相关利好信息重大性的认定为基准,来认定内幕信息重大性就具有决定性的意义。

而价格实际敏感性标准最能体现主要实际投资者对于相关信息重大性的认定,且具有客观性及可操作性。因此,股灾情况下相关利好信息重大性的认定原则上采取该标准为宜。但由于:实际价格敏感性有时难以测量;可能受到市场噪音的影响;在股灾等股价波动极大的市场环境下,事件研究法作为实际价格敏感性测量的主要标准,其可靠性降低;^[42]采用实际敏感标准也可能存在机会主义和事后之明(hindsight)的风险。^[43]因此,基于主要实际投资者对相关利好信息重大性的认定来确定其重大性,也应当辅以考虑以下因素:(1)交易者本身是否认为

[39] 刘京军、徐浩萍:《机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?》,载《金融研究》2012年第9期。

[40] 罗付岩:《机构投资者异质性、投资期限与公司盈余管理》,载《管理评论》2015年第3期。

[41] 最为极端的短期投资者就是采用高频交易策略的投资者,一般认为虽然该种投资者对于市场而言有一定的弊端,但其也具有非常重要的积极价值,对于提高市场流通性和效率有重要意义。参见郭朋:《国外高频交易的发展现状及启示》,载《证券市场导报》2012年第7期;廖巨、陆蓉:《高频交易对市场影响研究新进展》,载《经济学动态》2013年第4期。

[42] Baker. Andrew C, *Single - Firm Event Studies, Securities Fraud, and Financial Crisis: Problems of Inference*, Stanford Law Review, Vol. 68, 2016.

[43] Sauer. Richard C, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, Business Lawyer, Vol. 62, 2007.

相关利好信息属于重大信息而进行交易;(2)类似信息在类似情况下披露后的实际价格变化;(3)公司本身对该信息重大性的认定;(4)投资分析人士对于该信息是否具有重大性的观点。^[44]

[44] Sauer, Richard C, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, *Business Lawyer*, Vol. 62, 2007.