

浅析“知悉”内幕信息的证明

张子学*

摘要:内幕信息“知悉”的证明是内幕交易案件的重点和难点,其证明包括两个层次:“知”与“悉”,应坚持以信息为纽带,由控方或者原告承担举证责任。在我国有关内幕信息“知悉”的行政执法与司法实践中应采用环境证据“推断”当事人“知悉”,并可以引入推定规则。

关键词:内幕信息 知悉 证明

内幕交易是当事人知悉内幕信息后从事的交易行为,因此,证明当事人“知悉”内幕信息,是认定内幕交易行为成立的前提。^①实践中,当事人知悉内幕信息的渠道分为两种:一种是通过亲自参与内幕信息所涉及事项的有关活动,直接接触、掌握了内幕信息,简称为“直接知悉”;另一种是自己并没有亲自参与相关活动,而是从直接知悉内幕信息的人那里,通过信息的泄露与传递,间接地获知了内幕信息,简称为“间接获悉”。证券执法机关要想将

* 法学博士,中国政法大学兼职教授。

① 这一前提,对泄露内幕信息、建议他人买卖(明示或者暗示他人交易)的情形同样适用,因此,本文的论述,也适用于这两种违法情形,只是这两种情形下还涉及其他复杂问题。

内幕交易嫌疑人打入法网,必须证明当事人直接知悉或者间接获悉了内幕信息。从世界范围的执法实践看,这一问题正是诸多内幕交易案件的“重中之重”与“难中之难”。^② 本文试图对此问题作初步分析。

一、证明对象、证明责任、证明方法与证明标准

(一) 证明对象

证明对象是指证明活动中需要用证据加以证明的事实,通常称为待证事实。内幕交易案件中当事人是否“知悉”内幕信息,就是本文所要论述的证明对象。这个问题看起来比较简单,但是在内幕交易规制理论与实践上,都存在诸多需要讨论和澄清的问题。

1. “知悉”所包含的内容

从大多数资本市场法域看,“知悉”包括两个层次。第一个层次是,当事人“知道”、“拥有”、“掌握”或者“获取”了某个信息,比如说,张三作为上市公司主管研发的副总经理,知道公司研发的某个新产品即将推出。第二个层次是,当事人“清楚”、“了解”他掌握的这个信息是内幕信息,这包括他清楚这个信息是重大信息而且是非公开信息两方面的内容,比如说,张三了解公司研发的这个新产品推出后,会对投资者判断与股票价格产生重大影响,而且这个信息是公司尚未对外公开的信息。^③ 第一个层次的内容可以称为“知”,第二个层次的内容可以称为“悉”,因此,汉语的“知悉”,能够比较确切地涵盖本文所涉及的待证事实的内涵。从我国《证券法》的规定来看,用的是“证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人”,就文义理解,“知情”似乎类似于“知悉”,“获取”则仅限于“取得”、“拥有”;从执法实践中当事人否认“知悉”的情况来看,大部分案件中当事人对第一个层次的内

^② M Duffy, *Insider trading: Addressing the continuing problems of proof*, Australian Journal of Corporate Law, Vol. 23, 2009, pp. 149-177, at p. 155.

^③ Hui Huang, *Insider Trading Law in China: Regulations of Insider Trading in China and Proposals for Reform*, A thesis submitted in accordance with the requirements for the award of the Degree of Doctor of Philosophy, Faculty of Law, University of New South Wales, 2005.

题就矢口否认,声称自己根本不知道这个信息,但也有一些案件中,当事人承认自己知道这个信息,但是辩称自己是搞技术的、不懂资本市场,并不知道这个信息会对投资者判断与股票价格产生重大影响,或者不知道这个信息是公司要刻意保密的非公开信息。对于这些不同层次的问题,执法机关需要证明的内容是有区别的,面临的当事人抗辩与证明困难也有显著不同。因此,对于“知悉”的具体内涵,是仅限于第一层次还是要求两个层次兼备,尚有待于立法与司法上进一步明确。

2. 主观犯意问题

尽管近年来有人提出将内幕交易“客观归责”、“客观归罪”的建议,但是,主流观点认为,从内幕交易案件的可问责性、可处罚性分析,内幕交易并不是一种纯客观的违法行为,而是应当发掘违法者的主观犯意,至少在刑事追诉领域,尚需证明行为人的主观方面要件。主观方面要件体现在“知悉”上,分为故意与过失,故意包括直接故意,即明知相关信息是重大非公开信息,也包括间接故意,即明知相关信息可能是重大非公开信息,却采取放任的态度;过失则分为疏忽大意的过失与过于自信的过失。这种故意、过失、直接故意与间接故意的区分是前苏联法上犯罪构成主观方面要件的观念,虽然存在不少问题,但一直为我国学理与司法实践普遍采纳,理解上相对容易。从查处证券欺诈与内幕交易的角度分析,英美法上与故意接近的词是“scienter”,与直接故意相似的概念是“actualintent”,与间接故意相类似的概念是“recklessness”,过失是“negligence”,又可具体分为一般过失与重大过失。在打击内幕交易的主观要件要求上,对于刑事追诉,普遍的做法限于故意,包括直接故意与间接故意,而对于行政处罚与私人民事诉讼,美国等国家也有判例把“重大过失”纳入打击范围。^④我国《证券法》未明确规定内幕交易的主观要件,综合考虑执法实践与国际上的普遍做法,在“知悉”证明的主观方面,刑事追诉应限于直接故意与间接故意,行政处罚则可扩展至重大过失。

3. 主观标准与客观标准问题

^④ Juliette Overland, *The Future of Insider Trading in Australia: What Did Rene Rivkin Teach Us?* Deakin Law Review Vol. 10, No. 2.

主观标准(subjective knowledge test),是以行为人的主观认知为中心,证明行为人明确“知悉”内幕信息;客观标准(objective knowledge test)不是以行为人的主观认知为中心,而是以行为人与内幕信息相关联的客观情况为中心,证明行为人“有合理理由应当知悉”内幕信息。目前,多数资本市场法域采取两个标准均可适用、互相补充的做法,澳大利亚《公司法》对此还做了明确规定。但是,也有少数法域如英国、南非,曾在立法上明确规定只采用主观标准,导致执法机关的“知悉”认定很容易被行为人随便找个借口推翻,许多显而易见的内幕交易行为得不到追诉,这种做法受到评论者的批评。^⑤我国《证券法》对此问题没有像澳大利亚《公司法》那样做出明确规定,但执法实践上采取的是两种标准均可适用的做法。

(二) 证明责任

1. 控方或者原告承担证明责任

从世界主要资本市场法域来看,关于当事人“知悉”内幕信息的证明责任由控方承担,控方应当主动搜集积极证据,证明当事人知悉内幕信息。这一原则,可以借用台湾地区的法院在台湾耀文电子工业股份有限公司合并及暂停合并内幕交易案中的判决理由加以说明,法院认为:“获悉”内幕信息与否应以行为人的实际知悉为准,属于事实证明问题,无证据不得认定其犯罪事实;认定被告不利之事实,须依积极证据,若积极证据不足为不利于被告事实之认定,则应为有利于被告之认定。此案中,我国台湾地区“高等法院”认为被告虽有在重大消息成立或者确定后,至信息公开前买入或者卖出股票之事实,唯因尚无其他积极证据证明被告等知悉该等重大消息,难以臆测方式论罪。

2. 坚持以信息为纽带

实践中,有一种观点认为,只要是我国《证券法》第74条规定的所谓“法定内部人”,如果在内幕信息形成后从事了相关股票的交易,就可以认定其直接知悉内幕信息;如果丈夫知道内幕信息,妻子在内幕信

^⑤ Hui Huang, *Insider Trading Law in China: Regulations of Insider Trading in China and Proposals for Reform*, A thesis submitted in accordance with the requirements for the award of the Degree of Doctor of Philosophy, Faculty of Law, University of New South Wales, 2005.

息生成后从事了相关股票的交易,就可以“推定”丈夫把内幕信息泄露给妻子,妻子间接获悉了内幕信息,构成内幕交易。笔者认为,综合考虑我国《证券法》有关规定的立法本意、证券行政执法与司法机关查处内幕交易的实践,参考境外立法与执法实践,证明当事人“知悉”内幕信息,应当坚持“以信息为纽带”(information connection),而不是“以身份为纽带”(person connection)。也即,虽然公司内部人与其他因职务、工作关系或者亲属关系有机会直接接触内幕信息的人是内幕交易日常监控的重点,而且当事人的身份、职务、固有关系是认定其是否“知悉”内幕信息时非常重要的考虑因素,但是,由于以身份、职务、固有关系为纽带在立法上预先规定谁是“内幕信息知情人”与内幕信息被“知悉”的实际情况会存在较大差异,^⑥并且往往给实践部门带来操作上的争议与困惑,世界范围内内幕交易法律规制的普遍趋势,多数不是简单地以身份、职务、工作关系、亲属关系就认定“知悉”,而是要求监管机关或者司法机关有证据证明具体的当事人“知悉”或者“应当知悉”。也就是说,不能搞简单的“身份推定”,比如以职务关系认为“你是上市公司高管因此就是内幕信息知情人”,或者以亲属关系认为“从夫知悉内幕信息推定妻知悉”,而是应当紧紧围绕内幕信息的生成、传递与公开过程,以及当事人从事涉案交易的具体情况,寻找当事人与内幕信息之间的直接或者间接联系,来认定当事人“知悉”。^⑦

美国联邦巡回法院的一份判决对此作了说明:“一名公司董事或者高级管理人员,乃至公司总裁,不能总是一成不变地被归类为内部人。分析的基础应转向考量其接触内幕信息的情形来判定他是否知道

^⑥ 比如,在目前我国上市公司大部分为国有控股,而且大部分上市公司存在持股比例较高控股股东的股权结构与公司治理模式下,上市公司并购重组活动往往由控股股东乃至政府主管部门主导,上市公司层面的人员,甚至包括上市公司的董事长、总经理,往往没有参与并购重组事项最初的动议与论证,他们能够直接接触并购重组信息的机会,可能还不如控股股东或者政府主管部门中的一个普通职员。

^⑦ Z. Su and M. A. Berkahn, *the Definition of “Insider” In Section 3 of the Securities Markets Act 1988: A Review and Comparison with Other Jurisdictions*, Massey University School of Accountancy Discussion Paper Series 218, 该文对我国原《证券法》第68条提出了批评。

或者应当知道内幕信息。”^⑧也有国外学者对我国《证券法》关于“内幕信息知情人”的先入为主式的规定提出了批评,认为这样规定范围太宽,容易把事实上并不知悉内幕信息的无辜者列为打击对象。^⑨2010年7月,台湾地区修改“证券交易法”时,把内幕交易要件中的当事人“知悉”改为“实际知悉”,原因之一就在于意识到了以前立法中以身份为中心事先规定内幕信息知悉者的缺陷与实践操作上的困难,更加强调当事人与内幕信息的实际联系。

(三)证明方法

证明“知悉”,最好有直接证据证明当事人曾参与了内幕信息的生成、制作、传递等活动,比如当事人自认、当事人曾经参加过相关会议的会议记录、当事人曾在收到、阅读相关内幕信息资料的文件上签字、当事人的电子邮箱中有相关文件的留痕,他人指认其知悉内幕信息,或者有录音、录像资料直接证明存在内幕信息的传递等。但是,在现实案件中,往往会出现没有直接证据证明当事人“知悉”的情况。由于内幕交易案件的隐蔽性、复杂性和直接证据搜集上的困难,在搜集直接证据存在客观障碍的情形下,各资本市场法域普遍认同控方可以搜集环境证据(间接证据),形成牢固的间接证据链条证明当事人“知悉”或者“应当知悉”。这一规则,既适用于直接知悉的案件,也适用于从直接掌握内幕信息的人那里通过传递间接获悉的案件。

1. 美国

在此问题上,美国证监会和联邦法院在执法与司法实践中形成了一系列无争议的判例。在美国,证明当事人“知悉”的证据,既可以是直接证据,也可以是环境证据。关于环境证据在一般案件中的效力,早在1954年,联邦最高法院的判词就认为,“环境证据本质上与直接证据并无区别”。^⑩2003年,联邦最高法院 Thomas 大法官宣称,“不但仅有环境证据是可以的,而且,环境证据甚至比直接证据还要确定、可信和

^⑧ Harnett v. Ryan Homes, Inc., 360 F. Supp. 878, 886 (W. D. Pa. 1973), aff' d, 496 F.2d 832 (3d Cir. 1974).

^⑨ Charles Zhen Qu, *An outsider's view on China's insider trading law*, (2001) 10 Pacific Rim Law and Policy Journal 327, 338.

^⑩ Holland v. United States, 348 U.S. 121, 75 S. Ct. 127, 99 L. Ed. 150 [1954].

具有说服力。”^⑪具体到内幕交易案件,联邦法院认为,美国证监会在起诉内幕交易案件中证明有关人士“知悉”内幕信息,只要有环境证据使陪审团合理相信当事人“知悉”内幕信息,就“已经足够了”,不需要当事人的“承认”。^⑫环境证据可以证明内幕交易违法的主观方面要件,因为“证明违法故意的唯一证据经常是间接性的”。^⑬

关于此问题,有一段被反复引用的美国证监会执法部高级官员于1998年的表述:内幕交易案件中很少有直接证据,不存在“正在冒烟的枪”(smoking gun)或者其他物理证据科学地指证违法者;除非内幕交易者以某种形式承认其知悉内幕信息,调查者与事实认定者不得不面临把支离破碎的信息拼凑在一起的难题,这要求审查本来并不相关的多个事件——在餐馆会面、通过电话、当事人之间的关系、交易模式等——然后从这些事件发生的时点与周边环境合理地推断出被告买卖证券是得益于不正当获知的内幕信息。^⑭美国司法部的高级官员也说,内幕交易刑事案件很少通过“正在冒烟的枪”来证明,这类案件几乎全部要靠环境证据证明,也因此导致被告提出一大堆试图开脱罪责的说辞。^⑮

2. 英国

负责监控内幕交易案件的英国金融服务局(FSA)与其他执法机构都认识到,有直接证据证明嫌疑人通过直接接触或者间接传递方式知悉内幕信息的案件凤毛麟角。在证明内幕交易成立的关键要素上,检控机关必须经常说服陪审团通过间接证据做出推断;从FSA以及其他

^⑪ *Desert Palace, Inc. v. Costa*, 537 U.S. 1009 (6/9/03)。本案是一起发生在工作场所的性骚扰案。

^⑫ Thomas o. Gorman, *Is evidence of contacts followed by trading sufficient to infer and prove tipping in an insider trading case? The “plus factor” rule*, Securities Regulation Law Journal, Volume 34 Number 3, Fall 2006.

^⑬ *SEC v. Unifund SAL*, 910 F.2d 1028 (2d Cir. 1990).

^⑭ Speech by SEC Staff: *Insider Trading – A U. S. Perspective*, 6th International Symposium on Economic Crime Jesus College, Cambridge, England, September 19, 1998, <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>.

^⑮ *Insider Trading: Another Front in the Battle Against Corporate Fraud*, Testimony of Mr Ron Tenpas, Associate Deputy Attorney General United States Department of Justice September 26, 2006.

执法机构以往的实践来看,这并非一件无法完成的任务;如果一个案件有充足的间接证据材料,比如一个接近内幕信息的内部人、该人士与交易者存在某种形式的交往或者会面(比如通话记录或者两者存在固定关系的事实),以及紧随其后的及时交易或者指令交易相关证券,会给陪审团展示一幅存在内幕交易的画面。^⑩英国金融服务局执法部主任 Margaret Cole 在 2007 年的一次演讲中提到,执法人员“拼装”证据、证明内幕交易案件成立是一个复杂、艰难的过程,因为事实上几乎所有的内幕交易案件都纠结于环境证据。对于内幕交易嫌疑者提出的合法交易的辩解理由,执法人员必须运用交易时点、资金流动以及其他事实与背景加以反驳。^⑪

3. 我国台湾地区

我国台湾地区“最高法院”在轰动一时的讯碟公司董事长吕学仁夫妇等人涉及内线交易一案判决书中指出:“认定犯罪事实所凭之证据,并不以直接证据为限,即综合各种间接证据,本于推理作用,为认定犯罪事实之基础,如无违背一般经验法则,尚非法所不许。又关于犯罪之细节,如非属犯罪构成要件之事实,且与辨别犯罪同一性或法律之适用无关者,判决书纵未记载,因于判决无所影响,即无违法可言。原判决综合其调查所得之各项证据资料,予以审酌分析,而为本件犯罪事实之认定,此项判断核未违背一般之经验法则与论理法则,自属原审采证、认事职权之适法行使,不容任意争执。又上诉人系于上开重大影响××公司股票价格之消息未公开前,自吕学仁、吕陈××处获悉该项消息一节,即经原判决审认,则其确切之获悉时间、地点,及究以面谈或其他通讯方式为之等细节,虽因上诉人与吕××、吕陈××均不愿供明,致无从为详细之记载,然既不影响于判决之本旨,尚不得据此指摘而资为合法之第三审上诉理由”。^⑫

^⑩ David McCluskey, *United Kingdom Insider Dealing: Closing The Deal*, 15 September 2009, Solicitors Journal.

^⑪ http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0317_mc.shtml.

^⑫ 台湾地区“最高法院”刑事判决,2006年度台上字第3190号。

4. 香港地区

香港内幕交易仲裁处的报告指出,毋庸讳言,仲裁处所做出的数量庞大的事实裁决,是从仲裁处已经确信的其他事实中推断(infer)出来的;内幕交易案件所涉及的细节,很少能以直接证据证明,因此,为解决这类案件的事实认定问题,不得不使用推断;但是,认定内幕交易行为成立的推论必须是能够从其他已经确定的事实中合理推导出的结论。¹⁹

(四) 证明标准

在证明对象、证明责任、证明方法的问题解决之后,下一个理论与实践上的重要问题就是内幕交易案件的证明标准问题。目前围绕此问题受关注最多的,是内幕交易案件的行政执法应当适用何种程度的证明标准、行政处罚与刑事追诉能否适用不同的证明标准。境外资本市场的立法与监管潮流普遍采取了行政执法与刑事追诉适用不同证明标准的做法。

1. 美国

在内幕交易证明标准上,如果是美国证监会提起的民事指控,其应负的举证责任,与其依据证券欺诈提起的其他民事诉讼一样,适用“优势证据证明标准”,不需上升到普通法上证明欺诈所要求的“清楚而有说服力的证明标准”(“明显优势证明标准”)高度;如果是司法部提起的刑事指控,则适用排除合理怀疑标准。美国证监会的执法官员指出,尽管完全使用环境证据、以排除合理怀疑标准对内幕交易者进行刑事追诉是可能的,但同时在实践中对执法工作带来了巨大挑战;事实上,在美国,取得成功追诉的刑事案件,至少部分地依赖于证人的证言配合;但是,纯粹利用环境证据由美国证监会进行民事追诉则要容易一些,因为只需达到“优势证据”(a preponderance of the evidence)的程度就可以了,而不适用排除合理怀疑标准;美国证监会发动的民事程序中,在某些情况下,可以利用“推定”(presumption),将举证责任转移至被指控者,被指控者不得使用宪法第五修正案的权利拒绝作证,而在刑

¹⁹ *The Report of the Insider Dealing Tribunal in Firststone International Holdings Limited*, July 8, 2004.

事程序中,则不能使用这种“推定”。^② 比如,在最近查处的帆船基金内幕交易特大案件中,时任高盛公司与宝洁董事的 Rajat K. Gupta 被指控将这两家公司的季度营业收入信息以及巴菲特旗下的 Berkshire Hathaway 公司拟对高盛公司巨额投资的内幕信息,泄露给帆船基金案的主犯,后者从事了内幕交易。这是美国证监会根据 Dodd - Frank 法案授权,首起对与其规管对象无关的人员谋求行政处罚的案件。但是美国证监会并未将他移送司法部进行刑事追诉,而是于 2011 年 3 月初提交给行政法官、按行政处罚程序处理。^③ 面对外界疑问,美国证监会的执法人员解释称,之所以这样做,是因为行政处罚程序的证据要求要低一些,比较容易达到。^④

2. 欧盟

欧盟成员国传统上普遍认为,内幕交易是一种严重的市场滥用行为,一旦认定,处罚结果一般会终结当事人的职业生涯并带来其他比处罚本身更严重的后果,因此,对内幕交易应上升到犯罪与刑罚的高度处理,不能以行政处罚的方式打击。处罚认定上的“高标准、严要求”导致很少有内幕交易被追究责任,引起业界广泛诟病。鉴于此,欧盟 2003 年《市场滥用行为指令》在 Article 14 引入了对内幕交易行为的行政处罚,供各成员国选择适用,并解释说立法打击内幕交易的目的在于“维持市场顺畅运转”与“维护投资者信心”,因此,执法效率很重要,仅靠刑事打击则影响了执法效率,新《指引》之所以引入行政处罚,意在以较刑事程序为低的证据标准将更多的内幕交易行为打入法网。虽然瑞典等成员国对这样做是否符合人权法下正当程序的基本原则存在疑虑,欧盟法院近年来对内幕交易案的裁决已经显示了行政处罚与刑事

^② *Speech by SEC Staff: Insider Trading - A U. S. Perspective*, 6th International Symposium on Economic Crime Jesus College, Cambridge, England, September 19, 1998, <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>.

^③ 引自美国证监会现任执法部主任 Robert Khuzami 的近期讲演, <http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch032311rk.htm>.

^④ Andrew Ross Sorkin, *Curious Accusations In S. E. C. 'S Insider Case*, 2011 年 3 月 7 日, 纽约时报。

处罚在证明标准上的区别。^②

3. 英国

英国原来对内幕交易只有刑事追诉,实施欧盟《市场滥用行为指令》后增加了行政处罚措施,行政处罚的证明标准不需要达到刑事追诉中的“排除合理怀疑”那样的高度,而是达到“可能性的平衡”(a balance of probabilities,大于50%的可能性)标准就可以成功指控了。^③

4. 澳大利亚

澳大利亚早期对内幕交易只有刑事责任的规定,但是,这些规定在实践中很难适用,原因也是“排除合理怀疑”的刑事证明标准对澳大利亚证券与投资委员会提出了过高要求。2001年的金融服务改革法案修改了公司法,法院可以依照民事诉讼程序、适用“可能性的平衡”证明标准,对内幕交易行为处以民事罚款并可采取限制权利、撤销执照等处罚措施。^④澳大利证券与投资委员会主席在2010年的一次演讲中说到,对于内幕交易案件,澳大利亚证券与投资委员会过去一直倾向于按照行政程序给予民事处罚,而不是进行刑事追诉,并就此与刑事检察机关 the Commonwealth Director of Public Prosecutions (CDPP)达成了谅解备忘,其中的一个原因就是行政程序的证明标准比刑事追诉要低,比较容易快速结案。^⑤

5. 香港地区

香港对内幕交易的行政执法程序采用“高度盖然性”证明标准,类似于明显优势证据证明标准。内幕交易审裁处明确指出:本审裁处采用的、对涉案当事人作出不利的事实裁决的证明标准是“高度盖然性标准”(standard of proof to a high degree of probability);这不是刑事追诉中所适用的最高标准,但仍然是比较高的标准,是最高级别的民事证据

^② Mathias M. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A Case - Based Analysis*, (2008) 2 Law and Financial Markets Review 39 - 49.

^③ *Dealing with confidential and price sensitive information*, 来自英国 Loan Market Association 网站。

^④ *Australia: Insider trading penalties set to rise*, Boardroom Radio, 08 November 2010, Article by John Elliott, <http://www.mondaq.com/australia/article.asp?articleid=114994>.

^⑤ *Insider trading and market manipulation*, A speech by Tony D' Aloisio, Chairman, Australian Securities and Investments Commission, 13 August 2010, 来自 ASIC 网站。

标准;之所以这样设置,是考虑到内幕交易裁决对当事者影响的严重程度。^⑳

6. 我国台湾地区

我国台湾地区对内幕交易只有刑事处罚与民事赔偿,法律界人士与市场人士普遍认为缺乏证明标准居中的行政执法程序不利于打击日益猖獗的内幕交易行为,据了解,有关方面准备将行政处罚纳入内幕交易立法之中;而且,在台湾地区司法实务中,已经出现了法院对同一内幕交易行为,认定被告无罪但是判决其民事赔偿责任成立的案件。^㉑

我国不少学者也主张行政执法与刑事诉讼应当适用不同的证明标准。何家弘教授对此作了中肯分析,他认为:单从三大诉讼法与行政处罚法的现行规定来看,其证明标准并无区别,均可以归纳为“案件事实清楚,证据确实充分”;这种一元化的证明标准体系不能反映三大诉讼各自的特点与价值取向,也不符合司法实务的真实情况;建议通过司法解释的方式,确立“多元化”的证明标准,刑事诉讼用“确信无疑”标准,民事诉讼用“优势证据”标准,行政诉讼兼具私权利证明与公权力证明的特征,可以采用“两分法”,即原告的举证适用“优势证据”标准,被告也即做出具体行政行为的行政机关适用“明晰可信”的标准,相应地,行政处罚的证明标准也应是“明晰可信”。^㉒深圳证券交易所有学者认为,应当以“明显优势证明标准”作为证券行政处罚的基本标准,以优势证明标准和排除合理怀疑标准作为补充。^㉓最高人民法院行政庭有法官认为,考虑到查处证券违法行为的困难性,以及维护证券市场健康发展和保障广大投资者合法权益的价值取向,证券行政处罚应当采用“清楚并具有说服力”的证明标准,而不宜采用“排除合理怀疑”

^⑳ *The Report of the Insider Dealing Tribunal in Firstone International Holdings Limited*, July 8, 2004.

^㉑ 陈冠霖:“‘我国’内线交易规范行为主体与责任类型之研究”,台湾大学法律学院法律学系硕士论文。

^㉒ 何家弘:“从证明责任到证明标准——推定规则适用的核心问题”,载《中外法学》2008年第6期。

^㉓ 高基生:“证券行政处罚证明标准探讨”,载《证券市场导报》2007年第1期。

标准。^④

笔者认为,证券行政执法与刑事司法具有不同的目的与功能,两者既存在事实证据上的呼应与借助、法律程序上的协调与衔接、惩戒效果上的梯次与过渡,也存在构成要件、证明标准、举证责任等方面的区别。从境外资本市场看,美国、澳大利亚、欧盟以及我国香港、台湾地区近年来都在积极检讨、反思刑事、行政、民事“证券监管金字塔”的合理配置,形成了不少新的理论与实践成果,其中就包括刑事司法与行政处罚证明标准的适当区分。我国证监会在证券行政执法中,应当考虑参考但不能拘泥于刑事司法的做法。

二、境外资本市场法域证明“知悉”的实践经验

(一)近年来内幕交易案件查处的特点

1. 执法力度不断加大

面对内幕交易,尤其是泄露、传递内幕信息型内幕交易行为越来越猖獗的趋势,各法域均予以高度关注、严密监控并实施严厉打击。仅2007年,美国证监会和司法部提出指控的信息传递型案件就不少于9件,还有一些案件在调查阶段和解结案,其中就包括香港东亚银行董事长李国宝及其朋友、朋友的女儿女婿卷入其中的道琼斯股票内幕交易案。这起案件中,同时指控夫妻双方的违法案件有摩根斯坦利 Kan King Wong 夫妻案、摩根斯坦利 Jiniffer Xujia Wang 夫妻案、新浪网 Diniel Fongnien Chiang 夫妻案,单独指控受领内幕信息并交易的配偶一方、未指控传递信息一方的案件有甲骨文公司 Kalkenbol 案、Amgen 公司 Melton 案。这两类案件由于发生在配偶之间并由于其信息传递的私密性,被业内人士形象地称为“枕边私语”内幕交易案件(pillow talk cases)。另一类被指控的是家庭成员或者朋友之间的传递案件,有 Arrgon 资本管理公司父子及其朋友内幕交易案、Dearmen 父女内幕交易

^④ 蔡小雪:“证券行政处罚案件的事实认定及证据规则的运用”,载《人民法院报》2008年5月22日。

案、Mathew e Kopsky 与朋友内幕交易案、Joseph a Frohma 兄弟内幕交易案。美国证监会 2009 年披露的两起内幕交易大案,也均属于传递型交易,其中帆船基金创始人内幕交易案涉及英特尔、麦肯锡咨询、贝尔斯登、IBM 等多家著名公司的雇员,是历史上最大的对冲基金内幕交易案。另一起案件则是一名与上市公司交往密切、具有广泛内幕信息来源并因此自诩为“章鱼”的华尔街证券从业人员,长期向多名华尔街交易员有偿提供内幕信息,形成了一个内幕交易产业链。正如美国证监会执法部门的高级官员 Daniel Hawke 所言,与以往内幕信息传递的范围限于亲朋不同,近期的案件包含了更加高明的技巧,内幕信息被作为可交易的商品叫卖,其风险与价值被合理估算,内幕交易呈现出“职业化”、“机构化”运作的趋势。^③

2. 执法行动越来越迅速,执法手段越来越丰富

为了尽可能保全证据,让违法嫌疑人措手不及,一方面,在多起案件中,美国执法部门发现股票交易的异动和可疑交易后,迅即入场展开调查,最快的时间间隔仅为几个小时。另一方面,有时视案件调查需要,即使尚不确定嫌疑人身份,也向外界公开发布调查信息,导致违法者惊慌失措,欲盖弥彰。同时,执法手段也越来越丰富。在调查帆船基金内幕交易案中,执法人员首次获得法院授权,使用窃听装置监听嫌疑人的电话联系。

3. 在证券交易国际化的背景下,跨境执法的情形越来越多,力度越来越大

美国证监会对内幕交易的调查触角,已经不限于境内,而是延伸到了加拿大、瑞士、墨西哥、中国大陆、中国香港等众多的国家和地区。

4. 在强大的诉讼高压下,许多内幕交易当事人选择了和解结案

(二) 查处的关键和难点在于如何证明内幕信息的传递与间接获悉

从以往案例来看,信息传递型内幕交易大体上分为以下四种情况:(1)有直接证据证明内幕信息传递者与受领者之间存在合谋、故意泄

^③ <http://www.ft.com/cms/s/0/447649de-450a-11e0-80e7-00144feab49a.html#axzzlKt7ZvJsy>.

露、教唆与帮助行为。(2)传递者并非故意提供内幕信息让受领者交易,只是由于保密意识不强、保密措施不当,出于过失导致受领者获知了内幕信息,受领者交易前未经传递者同意。但是,有直接证据证明当事人存在内幕信息的传递、受领者获知内幕信息后从事了交易。(3)没有直接证据证明当事人之间存在内幕信息的传递,但有直接证据证明在受领者异常交易前传递者与受领者之间曾经有过“接触”。(4)仅有受领者异常交易等方面的环境证据,没有证据显示受领者异常交易前传递者与受领者之间曾经有过“接触”。

在前两种情况下,由于有直接证据的支持,认定内幕信息的传递不会有困难。但是,实践中,这两种情况并不多见。由于当事人对传递过程的有意识规避、信息传递证据固有的取证与固定困难,以及当事人案发后故意损毁、消除有关信息传递证据痕迹、不配合调查、拒不承认事实真相等原因,后两种情况就更为常见。执法人员经常听到的辩解理由是,交易前当事人“根本就没有联系”,或者虽有联系但谈论的是与内幕信息毫不相干的事情;之所以交易纯粹出于交易者“自己的分析研究和判断”,或者是听信了市场传言、其他朋友的建议,在咖啡馆“偶然获知”等。同时,由于内幕交易一旦认定,则会影响到当事人的声誉、重大财产利益乃至职业生涯,对市场交易行为也具有较强的导向作用,因此,在立法政策与执法把握上,如何合理判断与使用内幕信息传递的证据,从而抓住真正的内幕交易,就成为一个既重要又必须慎重的难题。

(三)美国证券执法的实践

1. 附加因素规则

在环境证据达到何种程度才足以“推断”出存在传递行为、交易行为人为人通过传递而“知悉”内幕信息这一问题上,联邦法院的判例产生了明显分歧。第十一巡回法院认为,只要有证据证明当事人之间有“接触”(contact),接触后有了“交易”(trade),就可以推断出内幕信息的传递。确定这一原则的是 SEC v. Adler (1998) 和 SEC v. Ginsburg (2004) 两个判决。但是,其他联邦巡回法院并不赞成此观点。它们认为,仅有“接触”并“交易”的事实是不够的,要证明内幕信息的传递,还必须更有更加细致的、足够的“附加因素”(plus factor),如果缺乏足够的

“附加因素”,关于内幕信息传递的认定,只能算是“怀疑”(suspicion)或者“推测”(speculation),而不构成认定内幕交易所需要的“推断”(inference)。这就是“附加因素规则”(plus factor rule)。联邦巡回法院最早在 SEC v. Truong 案中明确了这一规则,在其后的 SEC v. Goldinger、SEC v. Gonzalez de Castilla 案中依据该规则判决美国证监会关于内幕信息传递的证据不足、推断不成立,在 SEC v. Warde、SEC v. Sargent、SEC v. Euro Security Fund 民事诉讼和 U. S. v. Zarrabee 刑事诉讼中判定有充足的“附加因素”证明内幕信息的传递。曾任美国证监会高级调查官员的证券诉讼律师 Thomas Gorman 认为,与第十一巡回法院的判决相比,“附加因素规则”更符合打击传递型内幕交易的实际,也更能获得投资者对政府部门执法水平和执法公信力的认同。^③

2. “附加因素规则”的内容

根据美国证监会的查处实践和联邦法院的判决,凡是可以取得的、能够支持内幕信息传递证明的证据,都可以纳入“附加因素”的范围。案情不同,“附加因素”的内容也会有所区别,应当对所有已经收集在案的“附加因素”证据进行甄别、比较、分析、印证,综合评价、衡量之后,做出这些因素是否足以支持存在内幕信息传递的推断。从现有案例看,“附加因素”包括但不限于以下几类:

(1)交易上的异常情况。这类因素在综合判断中居于首要地位,而且其所占比重越来越明显和重要。

(2)内幕信息传递者和受领者的固有关系,在交易行为发生前后的接触及其异常情况。

(3)当事人接触过程与交易行为的吻合情况。

(4)当事人在案发前刻意掩盖接触情况与交易行为的举动,在案发后抹除证据痕迹、销毁证据材料的企图与举动,以及当事人接受调查时存在不能自圆其说、前后矛盾或者蓄意隐瞒、欺骗的情况。这类因素

^③ Thomas o. Gorman, *Is evidence of contacts followed by trading sufficient to infer and prove tipping in an insider trading case? The “plus factor” rule*, Securities Regulation Law Journal, Volume 34 Number 3, Fall 2006. 我国有学者对“附加因素规则”进行了关注与介绍,参见马其家:“美国证券法上‘附加因素’规则及其启示”,载《东北师大学报》(哲学社会科学版)2010年第6期。

在法院与陪审团考量时占据了非常重要的地位。正如美国证监会执法部所说,被告在调查过程中不实的开脱性解释经常导致案件的成功检控。^④

(5)当事人之间在交易前后的资金往来及其异常情况。

3. 环境证据的使用

联邦法院在不支持美国证监会有关“知悉”认定个案的判决中明确指出,环境证据不能仅靠“纯粹的猜测”,虽然依据环境证据可以做出“推断”,但是如果“推断”环节过多、“推断”链条过长,或者“推断”的基础过弱,则会影响环境证据的说服力。最近一起美国证监会依据环境证据“推断”当事人“知悉”内幕信息但是败诉的案件,是2010年6月份判决的 SEC v. Rorech。该案引起了广泛关注,原因之一就是这是美国证监会发动的首例与 CDS (credit default swaps) 产品相关的诉讼。此案中,Rorech 是 Deutsche Bank 高收益债券销售人员,Negrin 是一家对冲基金的基金经理。Deutsche Bank 作为 VNU 公司拟发行债券的主承销商,最初设计的发行方案是由 VNU 子公司发行,但由于这会影响到 VNU 债券挂钩 CDS 产品的价值,就根据市场需求将方案改为由 VNU 母公司发行。市场参与者对调整债券发行结构的路径曾有议论;电话录音证明,Rorech 与 Negrin 也曾在数日内讨论过 VNU 债券的发行问题。在两次未录音但是有通话时间记录的电话联系之后,Negrin 分两次、各 1000 万美元买入了 VNU CDS。美国证监会指控 Rorech 向 Negrin 泄露了内幕信息,两人构成内幕交易。但是,法院认为,Rorech 是否向 Negrin 泄露了内幕信息以及该信息是否对 Negrin 的交易行为产生了影响,并非本案关键所在,根本问题是 Rorech 的雇主 Deutsche Bank 已经在其内部对私业务(债券发行方案设计属于对私业务)与对公业务(Rorech 所从事的债券销售为对公业务)之间建立起了完备的信息隔离墙,导致 Rorech 根本无从获知对私业务中的内幕信息,自然也就不存在将内幕信息传递给他人的问题了。^⑤

^④ 美国证监会执法部,内幕交易案件调查,2000年9月培训项目。

^⑤ SEC v. Rorech, _F. Supp. 2d_ (S. D. N. Y. June 24, 2010).

4. 被告的抗辩

对于执法部门提出的内幕信息传递指控,当事人可以予以抗辩证明其清白。抗辩的依据,应当是直接、清晰、无争议、有说服力的。对于当事人的抗辩,执法部门必须予以回应。如果不能推翻当事人能够证明其清白的有说服力的抗辩,即使有众多“附加因素”存在,也不能做出内幕交易传递的推断。

华尔街的证券诉讼律师积累了不少抗辩经验,以说服陪审团不相信执法部门依赖环境证据做出的“推断”。其一,让陪审团认为执法部门提出的所谓环境证据根本就不是证据,仅仅是模糊不清的环境因素,陪审团不能从这些模糊的环境因素中“假设”出被告“可能”知悉内幕信息,比如,不能仅凭一个内部人与其朋友曾经交谈过然后这个朋友买了股票就“推测”出存在内幕交易。其二,被告方可以对执法部门已经查清、无法反驳的事实从另一种角度做出合理解释,这是诉讼中变被动为主动、变不利为有利的关键所在。需要合理解释的问题之一:在众多股票中为什么偏偏选中了这一只?被告可以承认从一个朋友那里听到过这家公司,或者因为这个朋友与这家公司有联系。有的被告在调查阶段出于自我保护的本能完全不顾事实矢口否认,声称根本就不认识、或者根本就没有接触过这个朋友,这会给陪审团留下不诚实、说谎的坏印象。承认认识、接触过内部人不等于承认违法。需要合理解释的问题之二:为什么恰好在重大消息公布之前交易了这只股票?这需要以合理的理由让陪审团相信投资决策是基于公开信息做出的,比如公司年报、新闻报道、证券分析师的研究报告、互联网聊天室的谈论等。关于巨大的交易量,被告方可解释其资金实力雄厚,或者以往也曾作过类似规模的交易。如果在这两个方面做出了足够的合理解释,就极有可能推翻执法部门依据环境证据所作的“推断”。^⑤此外,还可以借助专家证词支持自己的解释,比如,有学者研究认为,市场流动性越强,运用交易统计数据方面的环境证据追诉内幕交易的成功率就越低。^⑥

^⑤ Frank C. Razzano, *Insider Trading... or Not? Lessons Learned from an Acquittal*, *Business Law Today*, May/June 2006 (15.5), p. 34.

^⑥ Georgios I Zekos, *Is the law effective in protecting markets from insider trading?* *Hertfordshire Law Journal* 3(2), pp. 2 - 17.

(四) 其他法域的执法实践

英国的执法机关认为,在大量案件中,交易时点、交易模式是检控机关的重要武器。一个“巧合”的内幕信息与一次“走运”的交易,如果只发生一次,似乎情有可原,但是如果这种情形一年内多次发生,就不太容易解释了。相反,如果当事人与知悉内幕信息的人接触之后“异常幸运地”交易了他以前从来没有交易过的股票,或者以他此前从来没有过的交易模式交易了一只股票,就必须交代清楚了。在 TTP 公司合并内幕交易案中,James Melbournede 的女婿是 TTP 公司的总法律顾问,提前知道 TTP 公司即将被摩托罗拉公司收购的消息;恰恰在合并消息宣布之前,James Melbourne 买入了他以前从来没有碰过的 TTP 公司股票;股票卖出后,James Melbourne 将获利的一半交给其女婿;两人被指控内幕交易。^⑧

2008 年,英国 FSA 成功刑事起诉了 Matthew Uberoi,荷兰银行 ABN Amro 公司中介业务分支 RBS Hoare Govett 公司的一名前实习生及其父亲。^⑨这是一起典型的运用环境证据证明内幕信息传递的例子。此案中,Uberoi 父子被指控,知悉内幕信息的儿子三次将参加业务活动得来的有关公司并购及其他交易的内幕信息泄露给父亲,父亲从事了交易并获利。控方提出的环境证据包括:(1)在三家公司的利好信息公开前,父亲买入了这三家公司的股票,然后迅即卖出,而他此前从未交易过这三家公司的股票。(2)在这三次交易中,儿子均是 RBS Hoare Govett 公司派出的咨询团队成员。(3)在父亲买入上述某家公司的股票前一晚,儿子在互联网上研究了“内幕交易”问题。(4)儿子多次发信息给父亲,鼓励他买进或者“介入”中餐馆,控方认为这是父亲所买入的一家制药公司股票暗号的暗号。比如,一封 E-mail 鼓励父亲买入“Chinese”因为这是最后的机会了,控方认为这与这家制药公司利好信息很快就要公布的情形相吻合。当事人提出以下抗辩理由:(1)儿子辩称研究“内幕交易”纯属巧合,因为他听说雇主公司卷入了内幕交易

^⑧ http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0317_mc.shtml

^⑨ Maria Barton and Richard Owens, 2010: *A Good Time to Review and Strengthen Insider Trading Compliance Measures*, Bloomberg Law Reports Vol. 2, No. 3.

的传闻。(2)儿子否认“Chinese”短信是暗号,称这指的是中国食品与餐馆,所谓“最后机会”是因为当天晚上是他与父母共同进餐的最后机会,因为此后他要出远门好几天。(3)父亲承认在买入前从没听说过这家制药公司,之所以买入是因为听儿子说RBS Hoare Govett公司的人对这家制药公司很“激动”,因为他们可以“从它身上挣到钱”。父亲称这导致他去查看关于这家公司的网上论坛,通过公开信息,看到了对于这家公司的正面评论。^④

香港内幕交易审裁处对当事人在调查与审理过程中在“知悉”内幕信息问题上说谎的环境证据效力进行了比较客观的分析。审裁处认为,内幕交易案件审理上,不能贸然将当事人说谎的情况作为证明内幕交易的环境证据。当事人之所以说谎,会出于不同的原因,有的是为了掩盖内幕交易,有的则是为了掩盖内幕交易之外的其他违法行为,还有的纯粹是出于害怕某一行为会被认为不当(如根据市场传言买了股票)或者感觉如实陈述会有其他不利后果等;在以谎言支持内幕交易的指控之前,审裁处必须确信是故意说谎,而且说谎对于待决的内幕交易问题是实质性的;当然,在评估涉案当事人出具的任何形式的证据可信程度时,审裁处会考虑他们说谎的情形。^⑤

三、我国证券执法中以环境证据“推断”当事人“知悉”的实践

(一) 执法机关进行了积极探索

对于如何证明当事人“知悉”内幕信息,我国立法或者司法解释尚未做出清楚、完整的规定或者说明。但是,公检法部门在一些刑事案件上、证监会在行政处罚案件上,能动地理解、适用现行立法规定,在利用环境证据证明“知悉”上进行了积极探索。

最早涉及这一问题的刑事案件是2003年叶环保、顾健买卖深深房

^④ Bruce Carton, *UK's Uberoi Trial Highlights the Circumstantial*, <http://www.complianceweek.com/uks-uberoi-trial-highlights-the-circumstantial/article/188132>.

^⑤ 前引注, *The Report of the Insider Dealing Tribunal in Firstone International Holdings Limited*.

股票内幕交易案。^④ 此案中,叶环保作为公司内部人涉嫌将重大非公开信息泄露给了顾健,顾健据此交易了股票。虽然没有直接证据证明叶环保将内幕信息传递给顾健,但是,检察机关认为,叶环保帮助顾健开立证券交易账户并提供100万元私人资金给顾健,表明二人关系不一般,由此可以推断出二人之间存在内幕信息的传递。对于被告律师所作没有证据证明叶环保向顾健泄露内幕信息的抗辩,法院未予回应,没有具体说明如何依据环境证据认定内幕信息的传递与间接获悉、是否存在可反驳的推定。最后,二人被判内幕交易罪成立,该案也成为我国内幕交易犯罪第一案。^⑤

在广发证券董正青泄露内幕信息、其弟董德伟、同学赵书亚内幕交易案中,司法机关采用环境证据,对内幕信息的泄露与间接获悉进行了比较深入、细致的说明。法院认为,董正青向董德伟泄露内幕信息、董德伟利用该内幕信息买卖股票的主要证据包括:董正青和赵书亚在侦查阶段均供认董正青向董德伟泄露内幕信息,并要求董德伟购入延边公路股票;董德伟的账户交易资料,证实董德伟买入或卖出延边公路股票的时间点与被告董正青供认的要求董德伟买入或卖出该股的时间点相互吻合;董正青、董德伟在中国证监会展开调查后的异常行为,如董德伟突然在短时间内提取全部交易延边公路股票的超过1亿元的获利,以及两人伙同赵书亚等人向证监会做伪证,这些异常行为反映了被告人董正青、董德伟企图掩盖其内幕交易行为的心理状态和真实意图。赵书亚间接获悉内幕信息的情况与此类似。同时,针对辩方提出的通话记录是否属于本案核心证据问题,法院认为,在当今资讯发达的社会中,泄露内幕信息的方式和途径可以是多种多样,并非只有通过电话联系这一单一的方式,本案现有的证据足以证实董正青向董德伟、赵书亚泄露内幕信息,故缺少通话记录并不影响对案件基本事实的认定,换言之

^④ 广东省深圳市罗湖区人民法院刑事判决书(2003),深罗法刑初字第115号。

^⑤ Hui Huang, *Insider Trading Law in China: Regulations of Insider Trading in China and Proposals for Reform*, A thesis submitted in accordance with the requirements for the award of the Degree of Doctor of Philosophy, Faculty of Law, University of New South Wales, 2005.

之,通话记录并非本案的核心证据,其缺失并不影响定罪。^④

(二)以环境证据证明直接接触内幕信息者的“知悉”

近年来,随着打击内幕交易力度的不断加大,市场主体规避监管的意识与能力明显增强,有机会直接接触内幕信息的人“知悉”后亲自实施交易的情况呈现出下降趋势,但是,不惜以身试法的情况依然不少见。证监会做出行政处罚的四川圣达股份董事、总经理余鑫麒内幕交易案就是这种情况。该案中,余鑫麒拒不承认其“知悉”内幕信息,无直接证据证明余鑫麒“知悉”。但是,证监会的处罚决定书认为,调查部门采集的一系列环境证据,足以证明余鑫麒“知悉”相关内幕信息,这包括:(1)案发时,余鑫麒任四川圣达的董事、总经理;(2)根据四川圣达的公司章程与内部管理规则,余鑫麒对董事会负责,主持公司的生产经营管理工作,并向董事会报告工作;组织实施董事会决议,公司年度计划和投资方案;定期以书面形式向董事会和监事会报告工作;在董事会和监事会闭会期间,就公司生产经营和资金运作日常工作向董事长报告工作;财务总监在总经理的领导下具体组织公司经济核算和财务工作,直接对总经理负责;经理班子应当及时以书面形式定期或不定期地向董事会报告公司经营、对外投资、重大合同的签订、执行情况、资金运用情况和盈亏情况,总经理或指定负责的副总经理必须保证这些报告的真实、及时和完整;子公司总经理应当以书面形式定期或不定期地向公司总经理报告子公司经营、管理、对外投资、重大合同的签订、执行情况、资金运用情况和盈亏情况;(3)余鑫麒在四川圣达任总经理期间均正常上班,未出现不在岗的情况;(4)相关证人的询问笔录表明,余鑫麒作为公司总经理,来四川圣达之前就是四川圣达集团有限公司(四川圣达的控股股东)的财务总监,以及余鑫麒履职与参与公司日常事务的情况,他应当了解并掌握公司主要的经营情况与财务状况;(5)余鑫麒在内幕信息敏感期买卖四川圣达股票的时点与相关内幕信息生成、传递与公开的时点高度吻合,买入与卖出的时机与股价走势高度一致;(6)余鑫麒在调查过程中对其涉案交易存在说谎情况;(7)调

^④ 甘正培、丁卫红、梁夏生:“董正青等内幕交易、泄露内幕信息案”,来自广东审判网。

查人员未发现、余鑫麒本人也未提出其不知悉内幕信息的可靠证据。^⑤

笔者认为,总结有关案例,从我国证券市场实际情况出发,可以证明当事人直接“知悉”的环境证据包括但不限于以下内容:(1)法律法规规定、公司章程规定或者公司内部规则规定的当事人的职务与职责;(2)当事人实际执行上述职务与职责的情况;(3)当事人在日常履行职务与职责过程中,接触与涉案内幕信息非直接相关的文件、资料、经营现场等情况;(4)在内幕信息的生成、传递、发布过程中,当事人参加非直接相关的会议、传阅或者签署非直接相关的文件情况;(5)有关当事人的供述自相矛盾、前后不一;(6)涉案交易行为的异常情况,包括交易时点与相关内幕信息生成、传递、公开的吻合度、买入与卖出的时机与股价走势的一致性、涉案交易量的绝对数量、涉案交易量占时段内本支股票总交易量及其本人所有股票总交易量的相对比例、买入或者卖出金额与其本人可用交易资金总量的对比关系、本次交易模式与其通常交易模式的明显区别等。这是最重要的,也是调查中最容易取证的环境证据材料,因此,应尽可能地全面搜集。

(三)以环境证据证明信息受领者因传递而“间接获悉”

近年来,随着证券市场参与者的日益广泛、信息沟通技术的不断提升以及随着打击力度的不断加大,内幕交易日趋隐蔽,与以往内幕交易多为直接接触、掌握内幕信息的人赤膊上阵、亲自操刀的本人操作型交易相比,内幕信息泄露至配偶、近亲属或者朋友,由后者从事交易的“传递型”内幕交易案件数量越来越多。尤其是市场繁荣或者上市公司并购交易活跃的情况下,此类案件的发生率更高。

与本人操作型内幕交易相比,传递型内幕交易案件信息扩散范围广、涉及主体多、交易金额与违法所得金额大、案情复杂,尤其在发生“多级传递”、“多向传递”、“多人传递”的情况下,经常体现为“窝案”、“串案”、大案要案等。正因为如此,这类违法行为对证券市场秩序和投资者信心的危害程度也就更大。从实践来看,市场投资者对传递型内幕交易案件表示出高度关注,比如广发证券董正青案、“杭萧钢构”案、“高淳陶瓷”案、“中山公用”案、“天山纺织”案等。同时,由于传递

^⑤ 中国证监会行政处罚决定书([2010]2号),来自中国证监会网站。

型内幕交易具有更大的隐蔽性、欺骗性,给证券监管机构的日常监控、调查取证和处罚认定等各个环节带来了更大困难,问题的焦点集中于内幕信息传递与间接获悉的证明上。

1. 有助于证明内幕信息传递的环境证据因素

根据我国证券市场内幕交易案件的实际情况、外部法治环境和已有的执法与司法案例,参考成熟资本市场法域的执法经验,笔者认为,有助于证明内幕信息传递的环境证据,包括但不限于以下内容:

(1)当事人之间的固有关系、固定联系。固有关系包括配偶、近亲属、同学、同事、好友、长期的商业伙伴、共同的投资行为或者其他经济利益上的合作关系等;按照人之常情,固有关系越近,内幕信息泄露、合谋交易的可能性也就越大。如本文“一之(二)2”所述,虽然不能简单地“从夫知道推定出妻知道”,但是,通常来说,配偶、父母子女等近亲属关系,作为环境证据的证明效力,应高于其他亲属或者朋友关系。固定联系,是指当事人之间经常性的联系情况,一方面,如果联系频繁、关系比较密切,信息传递的可能性就越大,但是,另一方面,如果当事人平时就存在较频繁的联系,当事人在交易前后也存在类似联系的话,就不算异常。

(2)交易前后当事人之间的接触及其异常情况。是指在交易前后,当事人之间曾经有过信息上的联系或者有信息联系的极大可能,最典型的是当事人曾经通过电话,曾经“同舟共济”,曾经在一起就餐、打球、喝茶,或者配偶、家庭成员保持共同生活的日常状态等。虽然当事人拒绝供述或者虚假陈述信息联系的真实情况,但是,其接触的时点、接触行为本身的异常情况,与下述接触行为与异常交易行为的高度吻合等因素相互印证,可以推断出内幕信息的传递。比如,在美国的一个判例中,一对长期分居两地、两个月未联系的夫妻在异常交易前一天的晚上,通电话长达90分钟,法院认为这是异常接触。但是,不能机械地把握电话联系的频率与长度,内幕信息不同,传递方式也会有所区别。在另一起案件中,当事人之间仅有不到50秒的通话记录,针对当事人提出的时间太短根本不可能谈论什么内幕信息的抗辩,法院认为,对一

些核心的内幕信息,三言两语就足以传递了,不需要长篇大论。^④

(3)异常的交易情况。一般来说,在没有直接证据的情况下,异常交易是认定传递型内幕交易的一个前提。而且,是认定内幕信息传递、内幕交易的最有力、最重要的环境证据,也是执法部门最容易收集到的证据。比如当事人的惯常交易模式一向谨慎、保守,却突然变得大胆、激进;当事人突然集中、大量买入或者卖出单只股票,甚至不惜斩仓割肉出货;当事人的交易方向与其自身投资顾问的建议或者市场的普遍看法正好相反;当事人突然向他人借钱或者向银行告贷买入股票;以及涉案交易的绝对数量、涉案交易量占时段内本支股票总交易量及其本人所有股票总交易量的相对比例、买入或者卖出金额与其本人可用交易资金总量的对比关系等其他异常情况。

(4)交易行为与当事人接触行为的吻合度。包括交易时点与相关内幕信息生成、传递、公开的吻合度,买入与卖出的时机与股价走势的一致性等情况。

(5)当事人之间反常的资金往来。比如,交易前,大额资金从信息传递者的账户转移至信息受领者的账户;或者交易获利后,有资金从交易者账户流向信息传递者账户。

(6)隐含违法性的情况。当事人在案发前刻意掩盖接触情况与交易行为的举动,在案发后抹除证据痕迹、销毁证据材料的企图与举动,以及当事人接受调查时存在不能自圆其说、前后矛盾、相互矛盾或者蓄意隐瞒、欺骗的情况。这些情况,能够说明当事人行为的“隐含违法性”,是反驳嫌疑人“清白”辩解的最有力工具,在综合衡量是否存在内幕信息传递时,属于非常重要的考虑因素。比如,在 *U. S. v. Zarrabee* 刑事指控中,被告人否认交易后与掌握信息者有任何电话联系,但事实情况是交易后第二天一早两人就有长时间通话的记录;被告称与掌握信息者纯粹是商业关系并无私人往来,但证据表明被告曾经多次向掌握信息者赠送贵重礼品。在另一起案件中,当事人辩称根本没听说收购中目标公司董事长名字,但是调查人员在其办公桌上搜集到其

^④ 前引注, *Is evidence of contacts followed by trading sufficient to infer and prove tipping in an insider trading case? The “plus factor” rule.*

本人亲手记录该董事长姓名、电话的纸条。^④但是,应注意两点:第一,如果当事人在时隔较长一段时间后,于接受调查询问时仍对当时的具体情形“记忆犹新”,或者多名当事人对具体事项的描述“高度一致”,调查部门就不能不提防其真实性。第二,前述香港内幕交易仲裁处客观认识与衡量当事人“说谎”情况的做法,值得我们借鉴。要客观分析当事人说谎的原因、内容、程度、与认定内幕信息传递的关联度等因素,根据具体情况合理评价与使用这一环境证据。

2. 环境证据的使用

对于上述环境证据因素,应当在综合权衡比照的基础上,根据个案具体情况做出判断,不能孤立、片面、机械或者“一刀切”地使用这些环境证据。办案实践中,上述列举的环境证据因素,往往不会那么完整、充分或者清晰。因此,在考量与使用已经收集到的环境证据因素时,应当采取“此消彼长、此伏彼起”的原则,综合权衡对照。在一项或者两项因素缺失或者较弱时,其他方面因素的证明力就应当增强。比如,仅有当事人之间存在固有关系的证据,但缺乏交易前“接触”的证据时,其他方面尤其是交易的情况就应当是“明显异常”;而在固有关系与“接触”证据均存在且证明力较强的情况下,交易的情况就可以降低为“比较异常”。同样,在缺乏“隐含违法性”证据的情况下,与存在明显的“隐含违法性”证据的情况相比,其他方面因素的证明力就应当更强一些。

3. 积极回应当事人抗辩

为保证执法的公正性,调查过程中应当提示当事人积极搜集能够自证清白的证据,审理过程中必须对当事人自证清白的抗辩予以高度重视和充分回应。但应强调的是,当事人的抗辩,必须是直接、清晰、无争议和有说服力的。例如,当事人提供了交易前获得的、与其交易方向一致的投资研究报告,当事人有充分证据证明关于公司收购的信息是通过其他合法途径获得的,当事人之间的联系方式、交易模式与其惯常的联系方式、交易模式并无明显的不同,当事人有充分证据证明交易行

^④ 前引注, *Is evidence of contacts followed by trading sufficient to infer and prove tipping in an insider trading case? The “plus factor” rule.*

为系出于事先业已确定的交易安排,当事人突然的大举抛售行为的确出于解决紧急的公司或者家庭财务困难,等等。一般来说,在没有充分证据支持的情况下,“根据自己的分析判断”、“纯属巧合”、“偶然获知”、“听朋友推荐”、“在营业部听到”等辩解,不能构成有效抗辩。

四、推定规则的引入及其对证券执法的影响

(一)“推定”与“推断”具有根本性差异

依据环境证据进行“推断”、“推论”与“推定”规则的适用,具有根本性的差异。从环境证据“推断”出当事人“知悉”内幕信息,检调机关所承担的是完全的举证责任,并不发生“举证责任转移”或者所谓的“举证责任倒置”。被告对检调机关指控过程中进行的“推断”,有权力进行辩驳,但这不是在承担举证责任;即使被告并未对检调机关的“推断”提出辩驳意见,案件审理部门也应全面审查检调机关提供的环境证据,并对其充分性进行客观衡量,不能因被告“保持沉默”就做出对其不利的裁判。

“推定”则完全不同。尽管中外学者迄今尚未解决罗森贝克一百多年前提出的“推定学说十分混乱”的难题,但是,“推定”与“推断”的区别还是相对明晰的。樊崇义教授等人对这一问题进行了深入精辟的分析:“推定不同于刑事证明中的推断或推论。推断或推论是指依据一定的证据对待证的案件事实是否存在做出判定,其所遵循的从证据到事实的思维模式完全不同于推定中的从基础事实到推定事实的思维模式:前者需遵循经验法则和逻辑法则,运用归纳法,从已知的证据事实推理得出待证事实,后者则不存在这样的推理过程,只要基础事实得到证明,推定事实就被视为得到证明,并产生相应的法律后果,因此基础事实与推定事实之间不是推理关系,而是直接认定关系。”^④

樊崇义教授等人认为,推定的设立除了要考虑基础事实与待证事实之间符合经验法则的常态联系之外,更体现着设立者的刑事法律价

^④ 樊崇义、史立梅:“推定与刑事证明关系之分析”,载《法学》2008年第8期。

值观念和一定时期内的价值选择;推定只能由法律加以规定,由于刑事推定必然不利于被告人,故应加以严格限制,除非形势政策确实有此需要;以客观情况推断明知并不构成推定,只能视为对“明知”的证明,裁判者在认定“明知”时,必须对控诉机关提供的口供和其他客观方面证据的充分性进行评价,而不能仅仅通过这些被证明的客观情况就直接认定被告人具有主观上的“明知”;在法律和司法解释对此类犯罪的构成要件加以改变之前(即以客观行为要件代替明知要件),在此类犯罪的认定中并不存在推定的问题,更不应以推定的效力来解决证明中的困难,否则将会对被告人的权利造成极大的侵犯。^④

(二)要否引入推定规则

1. 多数资本市场法域在“知悉”证明上未引入推定规则

根据笔者目前掌握的资料,在没有直接证据的情况下,要证明当事人“知悉”内幕信息,大多数资本市场法域的做法是检调机关要搜集和使用环境证据,“推断”出当事人“应当知悉”,而不是引入“推定”规则。

前文曾经提及,美国证监会发动的内幕交易案件民事程序中,在某些情况下,可以利用“推定”(presumption),将举证责任转移至被指控者,被指控者不得使用宪法第五修正案的权利拒绝作证,但是在刑事程序中,则不能使用这种“推定”。^⑤

在澳大利亚,多年来不断有人建议对涉嫌从事内幕交易的公司内部人引入推定规则、将“知悉”证明的举证责任部分地倒置给被告,但是至今仍未获成功。早在1990年,关于规制内幕交易的参议院“格里菲斯报告”(Griffiths Report)中,就考虑过相关建议的合理因素,比如有助于缓解执法部门倍感头痛的证明困难,以及被告作为从事涉案交易的内部人,与执法部门相比更有条件提供自己知悉或者不知悉内幕信息的证据等。尽管这些理由具有某些优势与吸引力,“格里菲斯报告”最终并没有采纳这些建议,其理由主要是认为,部分地将举证责任

^④ 樊崇义、史立梅:“推定与刑事证明关系之分析”,载《法学》2008年第8期。

^⑤ Speech by SEC Staff: *Insider Trading - A U. S. Perspective*, 6th International Symposium on Economic Crime Jesus College, Cambridge, England, September 19, 1998, <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>.

倒置给被告,违背了无罪推定的基本原则,显得不合时宜。^① 澳大利亚公司与市场咨询委员会 2003 年发布的《内幕交易报告》也评估了这种建议,但最终基于以下两点理由,还是决定不宜采纳:其一,“可反驳的推定”规则与被普遍接受的“控方应当证明所有违法要素”的观念相对立;其二,被告将面临证明其不知悉内幕信息的巨大举证困难。^②

在这里必须澄清的一个认识误区是,不能把证明“知悉”与证明“利用”相混淆。从逻辑顺序与要素构成看,一个内幕交易案件中需要依次分别证明以下三个方面的要件:存在内幕信息、当事人知悉该内幕信息、当事人从事了涉案交易。至于是否还应证明第四个要件,也即当事人“利用”了内幕信息、当事人的交易行为与其知悉内幕信息行为存在必然联系,理论上存在重大分歧,立法与执法实践上存在重大差异。但是,认识与实践上的差异并没有影响具体操作上的“殊途同归”。各资本市场法域普遍认识到,由于是否“利用”内幕信息纯属当事人主观世界中的因素,让执法机关举证证明“利用”问题,是一件十分困难甚至根本无法做到的事情,因此不约而同地走上了举证责任转换的路径:(1)当事人知悉内幕信息后从事了相关证券的交易,就推定他“利用”了内幕信息。(2)同时允许存在不构成“利用”的特定情例外情况。(3)当事人要想辩驳“未利用”,应举证证明自己符合这些例外情况,基本的要求是必须提出足够的证据切断知悉行为与交易行为之间的联系。(4)这一路径既适用于民事追诉也适用于刑事追诉。可见,这与多数法域未将推定规则引入“知悉”证明的情形具有根本区别。

2. 部分法域在司法或者立法上将推定规则引入“知悉”证明

法国法院为了解决证明上的困难,曾经在刑事程序中,于某些情形下“推定”当事人拥有内幕信息。具体是指,任何作为公司董事或者参与公司经营管理的人如果交易了公司证券,就被认定为实施交易时“拥有”(in possession of)源于公司内部的相关信息,但是,被告可以反

^① Juliette Overland, *the Future of Insider Trading in Australia: What Did Rene Rivkin Teach Us?* Deakin Law Review Vol. 10, No. 2.

^② Corporations and Markets Advisory Committee (Australia), “*Insider Trading Report* (November, 2003)” § 3.4.3.

驳这种拥有推定。^⑤

新加坡在立法上明确规定了公司“关联人士”(connected person)“知悉”证明上的推定规则。其2001年《证券与期货法》规定:“在任何针对一名关联人士违法交易、建议或者披露的诉讼程序中,如果控方或者原告证明该关联人士在重要性时点:(a)拥有其关联公司的相关信息;而且(b)该信息不为市场投资者广泛知悉,那么,就可以‘推定’(it shall be presumed),除非有相反证据,该关联人士在重要性时点,知悉(i)该信息不为市场投资者广泛知悉;以及(ii)如果该信息为市场投资者广泛知悉,将会对该公司证券的价格或者价值产生重大影响。”^⑥

3. 我国理论界和实务界人士多主张在内幕交易查处上引入推定规则

近年来,不断有市场人士、法律学者与司法实务界人士建议我国应当在内幕交易查处上引入推定规则,引入举证责任转换或者称举证责任倒置。^⑦比如,有学者认为,面对我国证券市场内幕交易比较猖獗的情况,为缓解检控机关的证据负担,学习法国的做法和“新加坡经验”,引入“有限制、可反驳的推定”规则(limited rebuttable presumption),利大于弊,理由包括:(1)由于推定规则的适用基本局限于公司的董事、高管等传统内部人,所以不会颠覆检控机关应当搜集所有违法要素的基本原则。(2)基于这些人在公司中的特殊地位与职责,对他们适用推定规则是有合理基础的,正如新加坡货币管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)所说,引入推定规则可以促进处于信托者职位的人士更加自律。(3)被告有充分的机会反驳这种推定,而且,被告举证证明自己不知悉相关信息的困难程度并不像某些澳大利亚人想象的那么大,比如可以举证公司内部已经建立了严格的信息隔离墙。内幕信息知情人的“限制名单”(restricted lists)与“监控名单”(watch lists)等强

^⑤ Tribunal de Grande Instance de Paris, 3 December 1993, Gazette du Palais, 27 - 28 May 1994, pp. 28 ff. M Stamp & C Welsh (eds) International Insider Dealing (FT Law and Tax, 1996) at 166.

^⑥ The Securities and Futures Act 2001 (Singapore), s 218(4).

^⑦ 甘正培、丁卫红、梁夏生:“董正青等内幕交易、泄露内幕信息案”,来自广东审判网。

化措施也能进一步保护合法交易的公司内部人,这样会反过来促进公司完善信息隔离墙与内幕信息知情人登记制度。(4)被列为推定对象的人有多种途径自我保护,比如询问公司 CEO 相关信息是否是内幕信息,或者在不好把握的时候,干脆不去交易。⁵⁶

4. 我国其他领域的刑事立法与司法实践,为证券执法领域引入推定规则积累了一定的铺垫与经验

我国《刑法》第 395 条“巨额财产来源不明罪”是学界公认的推定规范。对证券执法领域引入“知悉”推定规则更具参考价值的,是最高司法机关发布的一系列针对“明知”这一犯罪构成要件所作的司法解释。最高人民法院于 2000 年 11 月发布的《关于审理破坏森林资源刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第 10 条规定“《刑法》第 345 条规定的‘非法收购明知是盗窃、滥伐的林木’中的明知是指知道或者应当知道,具有下列情形之一的,可以视为应当知道,但有证据表明确属被蒙骗的除外:(1)在非法的木材交易场所或销售单位收购木材的。(2)收购以明显低于市场价格出售的木材的。(3)收购违反规定出售的木材的。”类似规定还有最高人民法院、最高人民检察院、海关总署于 2002 年 7 月发布的《关于办理走私刑事案件适用法律若干问题的意见》第 5 条和最高人民法院、最高人民检察院于 2007 年 5 月发布的《关于办理与盗窃、抢劫、诈骗、抢夺机动车相关刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第 6 条等。

(三) 如何引入推定规则

1. 推定的适用范围

推定的适用范围,包括诉讼种类范围、主体范围与内容范围三个方面。

所谓诉讼种类范围,是指推定规则适用于所有类型的案件还是限于某些特定类型的案件。从前文的介绍可知,新加坡的立法将“知悉”推定适用于所有案件(任何诉讼程序中),而美国的司法实践虽然允许

⁵⁶ Hui Huang, *Insider Trading Law in China: Regulations of Insider Trading in China and Proposals for Reform*, A thesis submitted in accordance with the requirements for the award of the Degree of Doctor of Philosophy, Faculty of Law, University of New South Wales, 2005.

在某些情况下适用“知悉”推定,但是限定于民事诉讼(包括美国证监会提起的民事诉讼与私人赔偿民事诉讼),法国的司法实践允许将“知悉”推定适用于刑事追诉中。一般来说,根据诉讼证明标准的层级,能够适用于刑事追诉中的推定规则,在民事诉讼、行政诉讼以及行政处罚程序中也可适用。但是,最好能在有关司法解释文件中,将诉讼种类范围加以明确。

所谓主体范围,是指推定的规则适用于一般主体,还是限定于某些特殊主体。法国的司法实践将适用的主体限定为“任何作为公司董事或者参与公司经营管理的人”,新加坡的立法将适用主体限定为“公司关联人士”。根据新加坡《证券与期货法》Section 218(5),“公司关联人士”是指包括但不限于如下情形:基于某人(或者其雇主,或者其作为高级管理人员的公司)与某公司或者该公司的关联公司之间既存的职业或者商业上的优势,使该人被合理预期有机会取得有关该公司的重大非公开信息。可见,即使引入“知悉”推定规则的法域,也是将适用主体限定为公司的董事、高管以及其他基于职业、商业优势,能够直接接触到内幕信息,并因此应当承担比一般人更高层次的信托责任与注意义务的人,并没有将主体范围无限制地扩张至一般主体。因此,我国在设计“知悉”推定规则时,原则上应限定于某些特殊主体,如果扩大适用至一般主体,也应在适用的内容范围,或者适用条件、反驳理由(下文将述及)等方面,根据我国资本市场内幕信息生成与传递的现实情况,参考成熟资本市场法域关于内幕交易主体层级划分的合理做法,区分出不同的主体层次,依次为:第一层次人员是基于职业或者商业关系与地位,有机会直接接触内幕信息的人,包括上市公司层面人员、上市公司控股股东及其人员、政府主管部门人员、证券服务机构及其人员、重要商业客户等;第二层次人员是第一层次人员的配偶或者其他近亲属;第三层次人员是有机会从上述两个层次人员中通过信息传递间接获悉内幕信息的人员。

所谓内容范围,是指允许推定“知悉”的内容层次。如本文“一之(一)”¹所述,“知悉”的内容分为两个层次。法国的司法实践允许推定的是第一层次的内容,也即推定出当事人“拥有了”相关信息;至于当事人是否“清楚”该信息为重大信息,则不属于推定内容的范围;该事

实要被证明,尚需有关环境证据的支持。而新加坡的立法规定正好相反,推定的前提条件是,当事人“拥有了”该信息,而且该信息是非公开信息,由此推断出当事人“清楚”该信息是重大信息、非公开信息,推定的内容限于第二层级,即当事人“清楚”该信息是重大非公开信息;至于第一层级的内容,也即当事人“拥有了”相关信息,作为推定的一个前提条件,必须首先由直接或者间接证据证明。在美国证监会提起的内幕交易民事诉讼中,法院只允许对某些具体事项责令被告承担举证责任。可见,目前尚没有法域对“知悉”内容进行笼统、总括性的推定。我国在引入推定知悉规则时,如果考虑理解上的困难,使用宽泛的表述“推定当事人知悉内幕信息”,或者将“知悉”要件与“利用”要件捆在一起,使用更加宽泛的表述“推定当事人的行为构成内幕交易”,将两个层次的知悉内容进行总括性推定的话,在执法实践具体适用推定规则时,要考虑具体案件可能涉及的不同层次的证明内容。比如,本文曾提到的张三作为上市公司主管研发的副总经理,承认自己知道研发项目进展信息,但是声称不知道该信息属于重大、非公开信息。

2. 推定的条件

推定的条件,是指支撑推定的前提条件,该条件必须由立法或者司法解释明确规定。推定规则对当事人影响甚巨,如果推定条件过于宽松,则可能导致司法专横;反之,如果推定条件过于严格,又会导致推定规则很难适用,达不到缓解控方证明压力的目的。因此,应当合理、精巧地设定推定条件,做到不偏不倚。法国司法实践中的推定“拥有”内幕信息,其前提条件有两个:一个是被告具有某种特定身份,另一个是被告交易了相关证券;新加坡立法上的“推定”被告知悉相关信息为重大非公开信息,推定的前提条件有三个:一是被告有特定身份,二是被告已经“拥有了”该信息,三是该信息客观上处于未公开状态。

笔者认为,我国在设计推定知悉的前提条件时,应注意三个问题:第一,推定的条件,不能限于特定的身份、关系、联系乃至接触情况,还应当包括异常的交易与资金流动情况、交易行为与信息生成、传递与公开的吻合度乃至隐含违法性的情况等。第二,对于不同层次的主体,应设计出不同程度的推定条件,不能“一刀切”,基本的原则是从第一层次到第三层次,推定的条件越来越严格。第三,在推定的条件中,难免

会出现“特别反常”、“明显异常”、“高度吻合”、“比较一致”等诸多模糊性、不确定的法律概念,因此,推定规则在不同案件中的适用,应当根据案件具体情况综合权衡判断,并通过逐步的案件积累,形成适当的量化标准。

3. 反驳的理由

任何推定规则,都会给被告以反驳的机会。被告可以“提出充分证据”、“有正当理由”推翻推定。但是,问题在于,“充分证据”、“正当理由”,又是模糊性的、不确定的法律概念。对于何种情形足以支持当事人推翻“知悉”内幕信息推定,最好能在司法解释中明确规定,如果有困难,也可以通过办案实践积累先例。

(四) 引入推定规则对证券执法的影响

关于推定规则的影响,我国学者龙宗智教授分析指出:“推定转移了证明责任,而推论并未转移证明责任。”^⑤而樊崇义教授则认为,推定规则改变的并非证明责任,而是证明对象;在推定规则下,检察机关只需举证证明推定条件规定的基础事实就可以了,免除了一般证明规则下,还须进一步根据经验法则推理出待证事实的责任;因此,推定规则下的证明对象,就从待证事实转换为基础事实;但是,检察机关仍应对已转换为证明对象的基础事实承担证明责任。^⑥

笔者认为,上述两种观点并不矛盾。按一般广义理解,证明责任分为两步:第一步是搜集、提交证据的责任,有时被称为狭义的举证责任;第二步是使用证据,论证、推理出待证事实的责任,可以被称作推理责任,有时也被称为狭义证明责任。在推定规则下,检察机关只需举证证明推定条件规定的基础事实就完成任务了,不再承担推理责任,而推理责任则转移给被告;被告既有义务搜集、提交有利于其反驳的基础事实,还须承担从这些基础事实推理出推定“认定结论”不成立的责任;检控方虽然仍应承担举证证明推定条件规定的基础事实的责任,但是,与一般证据规则相比,推定规则下检控方需要举证的事实范围要窄,内容也相对固定、明确、客观。

^⑤ 龙宗智:“推定的界限及适用”,载《法学研究》2008年第1期。

^⑥ 樊崇义、史立梅:“推定与刑事证明关系之分析”,载《法学》2008年第8期。

知悉内幕信息的推定规则引入后,检控方仅需举证证明推定条件要求具备的,相对限缩、固定、明确、客观的事实情况(如被告的身份、交易明显异常等)就可以了,不需要进一步“装配”这些事实证据,运用经验法则推理出被告知悉内幕信息的结论。如此一来,检控机关的证明压力将会有较大减轻,证明困难会有较大程度的缓解。但是,仍留下两个方面的问题:其一,推定条件中“高度吻合”、“明显异常”等概念,需要大量的事实、数据去论证,而且这些概念在判断上带有较大的主观性,不同的人会得出不同的结论,因此检控机关需要说服案件审理者,让其认为自己提交的证据已经达到了足以适用推定规则的程度。其二,推定规则适用后,被告可以举反证推翻推定,严格来讲,被告的反证能否成立,与检控机关并无关系,全靠审理部门衡量,但是,实践中,审理部门可能会要求检控机关提出新的证据回应被告的反证,或者检控部门出于强化证明力度的考虑,主动搜集和提交推定条件之外的事实证据;如此一来,推定规则有可能发生异化,流变为使用环境证据证明的情形。

还需指出的是,如果推定规则在适用的诉讼种类、主体范围、内容范围等方面有所限定,则限定范围之外的事实,仍需按环境证据规则加以证明。比如,根据法国的司法实践与新加坡的立法规定,推定知悉规则仅适用于特定主体,对特定主体之外的人,要证明其知悉,还需求诸于环境证据规则。推定规则与环境证据规则,互为补充。⁹⁹

五、对我国“知悉”证明的具体建议

(一)关于证明方法

首先,尽可能在调查环节丰富环境证据。“魔鬼常常存在于细节中”,内幕信息的“知悉”往往需要大量而且确凿的环境证据来证明。

⁹⁹ Hui Huang, *Insider Trading Law in China: Regulations of Insider Trading in China and Proposals for Reform*, A thesis submitted in accordance with the requirements for the award of the Degree of Doctor of Philosophy, Faculty of Law, University of New South Wales, 2005.

即使在推定规则下,检察机关也承担着以丰富的环境证据促成审理部门适用推定规则的责任。间接证据的收集,既有赖于调查人员更加艰苦、细致的工作,掌握好调查时机、办案节奏和询问技巧,也有赖于不断加强市场监控与执法的联动,快速立案,快速调查,尽可能保全、固化与丰富环境证据。

其次,应积极探索取得直接证据的权限与手段。单纯依靠环境证据规则,毕竟手段有限,而且耗时费力。依靠推定规则,虽然能在某种程度上缓解证明压力,但仍需搜集大量证明推定条件的事实证据,而且还面临为被告反证推翻的可能。因此,在可能的情况下,应逐步探索扩大调查机关获取直接证据的权限与手段。比如,争取在必要情况下对嫌疑人实施“监听”、争取“卧底”证据的效力等。在帆船基金内幕交易大案中,如果没有数千小时 Rajaratnam 与他人通话的强有力的录音证据资料,将导致与其他依赖于环境证据的内幕交易案件一样,陪审团仅知道当事人之间曾频繁通话,但是不知道通话内容,其诉讼结果可能会大相径庭。^⑥ 有评论者认为,作为首例使用音像资料、通过直接证据证明内幕信息传递的案件,帆船基金案之后,音像资料证据将会在美国执法机关查处内幕交易案件中扮演越来越重要的角色。^⑦

(二)关于证明标准

第一,在内幕交易行政处罚案件中,对执法机关提交的证据,如果感到推出“优势证据标准”的阻力较大,可以适用“明显优势证据标准”(清楚而具有说服力的证明标准,高度盖然性证明标准)。

第二,考虑到与国家公权力相比,当事人的举证能力较弱的客观情况,对其提交的抗辩证据或者反证证据,在证明标准上可以考虑“降一档”处理,也即刑事诉讼中适用“明显优势证据标准”,行政处罚与行政诉讼中适用“优势证据标准”。

第三,从性质上看,内幕信息的“知悉”,属于事实问题,不是法律问题。何种程度的证据足以达到了“明显优势”、“清楚而具有说服力”

^⑥ Jim Zarroli, *Wiretaps May Play Big Role In Insider Trading Case* National Public Radio, March 8, 2011.

^⑦ The Galleon Trial: A Q&A with Gibbons Ghillaine Reid, <http://seclawcenter.pli.edu/2011/04/07/the-galleon-trial-a-qa-with-gibbons-ghillaine-reid>.

或者“高度盖然性”,什么样的证据足以“排除合理怀疑”,不同的人会存在较大的认识差异。在美国,在是否知悉内幕信息的判定程序上,无论民事指控还是刑事指控,均由法院先对检控机关提交的支持证据和当事人提出的抗辩证据作出有效性初裁,通过初裁后,将证据提交给陪审团,由陪审团对当事人是否“知悉”内幕信息进行裁决。在香港,检控机关与当事人均可聘请专家证人支持自己的主张,审理部门会充分考虑这些专家证言。在我国没有陪审团制度的情况下,为了增强执法工作的公信力并适当分散执法部门的压力,可以考虑在调查与审理环节,引入专家证人制度与独立专家委员会认定机制。根据一些法域的实践,行政程序中由独立的专家委员会做出的评价决定,属于免受司法审查的行政机关“判断余地”。^②

(三) 尝试和解制度

实践中,一些内幕交易案件当事人在调查过程中主动把违法所得上缴上市公司以求宽大处理,还有些当事人流露出主动要求和解的意向。因此,不妨挑几个成熟可控的案子,进行和解方面的尝试。从美国和解制度的成功实践看,这也是缓解执法机关证明压力、节约执法资源、提高执法效率的一种重要渠道。但应时刻牢记,保持足够的执法高压是推动和解的前提。

^② 王青斌:“论不确定法律概念与处罚法定原则的冲突和协调”,载《法学评论》2011年第1期。