

## 新《证券法》内幕信息重大性的立法 表达与适用逻辑

王志明\*

**摘要:**基于法律实施和体系解释视角,立法上关于内幕信息重大性判断采用的应是价格可能敏感性标准。相较于强制信息披露标准,内幕信息重大性在制度功能、规范目的及判断标准等方面均有不同,需对新《证券法》第52条第2款进行“差异化审视”,不应简单根据法律预设直接认定。近三年内幕信息重大性判断以径直判定为主,且关于“量”的判断上似与强制披露标准熔于一炉。对于内幕信息列举性规范的竞合问题,应聚焦涉案事项的本质特征择一适用。应将“重大投资行为”理解为裁量性规范,无须受30%的比例限制。

**关键词:**内幕信息 重大性 价格敏感性标准  
信息披露

### 一、引言

内幕信息重大性判断是规制内幕交易的基本

---

\* 中国证券监督管理委员会深圳监管局员工。

前提。自我国1998年《证券法》出台以来,内幕信息的立法表达一直都采用“概括+列举”模式。但由于概括性规定中关于内幕信息重大性的界定较为抽象、模糊,而列举性规定又转引了临时报告披露中的“重大事项”,<sup>[1]</sup>以致理论和实务中常将内幕信息重大性判断与强制信息披露标准“熔于一炉”,甚至等同视之,如认为内幕信息的披露属于强制信息披露制度的组成部分,统一适用于整体强制信息披露中的重大性标准也应适用于内幕信息的判断,<sup>[2]</sup>实践中也多认为构成信息披露中的“重大事件”就当然符合内幕信息重大性要求。然而,这种理解和认定逻辑未能充分考虑内幕信息规制与强制信息披露在法律制度设计和规则体系之间的差异,也未能充分关注到内幕信息重大性自身在制度功能、价值平衡等方面的独特机理。事实上,我国证券法理论上关于内幕信息重大性的诸多争议以及具体执法实践中的相关困惑,在不同程度上均可溯源于此。

法律文本上,2019年12月通过的《证券法》(以下简称新《证券法》或新法)第52条第1款规定:“证券交易活动中,涉及发行人的经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响的信息,为内幕信息。”这一概括性界定沿袭了2005年《证券法》的原有规定,<sup>[3]</sup>而对于法律适用中诸如“涉及发行人的经营、财务”的规定应如何理解、对证券价格“有重大影响”是“实际有”还是“可能有”等系列问题均未予以回应,实有探讨和厘清的必要。关于内幕信息的列举性条款,<sup>[4]</sup>新《证券法》将2005年《证券法》第75条第2款第2项至第7项的列举性规

[1] 参见1998年《证券法》第69条、2005年《证券法》第75条。

[2] 参见杜晶:《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》(2015年卷),中国法制出版社2015年版。

[3] 新《证券法》将原有规定中的“公司”调整为“发行人”,但这一修改是结合注册制实施、新三板改革等作出的系统调整,涉及证券法的适用范围,但对内幕信息的理解和界定并无影响。亦即,在2005年《证券法》下,“公司”主要包括上市公司、公司债券发行人;而在新《证券法》下,“发行人”除了上市公司、公司债券发行人外,还包括新三板挂牌公司、存托凭证发行人等。

[4] 新《证券法》除对2005年《证券法》第75条第2款作出较大调整外,还新增了对公司债券交易内幕信息的列举性规定。不过,现实中鲜有债券内幕交易案例,而股票内幕交易则频发多发,更具典型性和代表性。借此,本文对内幕信息重大性的分析讨论也将聚焦于股票交易内幕信息。

定进行了归整,分散并入第80条第2款之中,同时增加了“购买、出售重大资产”“提供重大担保或者从事关联交易”等规定。更关键的是,新《证券法》第52条第2款不再单独对内幕信息类型进行列举,<sup>[5]</sup>而采取了全面转引第80条第2款关于临时报告披露规定的方式,进一步强化了内幕信息与信息披露的关联。在此语境下,全面爬梳内幕信息重大性与强制信息披露标准之间的异同,并进一步观照反思原有内幕信息重大性的解释路径,显得尤为紧迫和必要。

有鉴于此,本文从内幕信息的概括性规定出发,尝试填补“涉及发行人的经营、财务”规定的漏洞,探讨内幕信息重大性的判断标准及其背后的投资者设定,厘清其与强制信息披露标准的异同,并强调应对内幕信息列举性规定进行“差异化审视”,最后在梳理、刻画近三年内幕信息重大性认定实践样态的基础上,对“重大投资行为”条款的理解、列举性规定的竞合等具体适用问题进行了分析,以期为新《证券法》的理解和实施提供参考和助益。

## 二、内幕信息重大性的法律界定与理论延伸

### (一)“涉及发行人的经营、财务”规定的漏洞填补

根据新《证券法》第52条第1款的字面含义,“涉及发行人的经营、财务”信息似乎并不要求对发行人证券价格有重大影响。然而,这类信息极为繁多、庞杂,机械将其全都界定为内幕信息,显然既不现实、也无必要。且从第52条的规范结构看,第1款作为概括性规定,是对第2款列举事项的归纳提炼,第2款则是对其前款规定的阐释和例证。既然第2款列举的涉及发行人经营、财务事项(亦即转引至第80条第2款的规定),如“公司的经营方针和经营范围的重大变化”“公司发生

---

[5] 2005年《证券法》第75条第2款第1项转引了临时报告披露中关于“重大事件”的规定,同时也在第2项至第7项对“公司分配股利或者增资的计划”等内幕信息类型进行了单独列举。

重大亏损或者重大损失”等均具有重大性,<sup>[6]</sup>那么,其前款规定自然也应蕴含重大性要求。因此,问题的关键不在于“涉及发行人的经营、财务”信息是否需要满足重大性要求,而在于其重大性应当如何判断或者应采取何种标准。

我国证券法理论上关于内幕信息重大性的判断标准一直存在价格敏感性标准和投资者决策标准的争议,前者认为满足重大性要求的信息必须对证券价格有重大影响;而后者认为重大性判断应以是否对投资者决策有重大影响为准。<sup>[7]</sup>实际上,这一争议很大程度上源于我国证券立法上关于信息披露重大性认定标准规定的龃龉。2007年的《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《信披办法》)第19条、第30条分别对定期报告、临时报告采取了投资者决策标准、价格敏感性标准。<sup>[8]</sup>新《证券法》及2021年修订的《信披办法》仍然沿袭了上述“二元化”的认定逻辑,且新《证券法》在第80条、第81条规定了价格敏感性标准的情形下,还在第19条首次规定了证券发行环节的投资者决策标准。受此影响,新《证券法》第52条第1款后半段虽已明确规定了价格敏感性标准,但其前面采用了“或者”这一表示选择关系的连词,似乎又可为投资者决策标准留有“转圜余地”。从信息披露民事责任的角度看,最高人民法院新近出台的《关于审理证券市场虚假陈述侵权

---

[6] 尽管新《证券法》第80条第1款与第52条第1款对重大性的要求不一样(将在后文详述),但差异主要在于重大性“量”的不同,而此处强调的是重大性的“质”的要求,两者则具有一致性。

[7] 大多论者认为,投资者决策标准是一个主观的、以投资者判断为中心的标准,其优点在于包容性、灵活性强,缺点在于比较模糊、留下的自由裁量空间过大;而价格敏感性标准则是一个客观的、以价格影响程度为中心的标准,优点在于简便易行、操作性强,缺点在于考虑因素较为单一、忽视了对投资者的关注(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174~175页)。事实上,所谓客观、简便易行的特点仅系针对“价格实际敏感性标准”而言,对于“价格可能敏感性标准”来说,由于需要事前对信息进行判断,其实也属于主观性标准;且由于不同投资者对信息的预期差异,还需要考虑其背后的投资者设定(具体将在后文详述)。

[8] 2007年的《信披办法》第19条第1款中规定的“凡是对投资者作出投资决策有重大影响的信息,均应当披露”,采用的是投资者决策标准。第30条第1款规定:“发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响”,采用的是价格敏感性标准。

民事赔偿案件的若干规定》(法释〔2022〕2号)第10条明确回应了虚假陈述重大性判断争议,其第2款规定相关事项即便属于证券法、证券监管部门制定的规章或规范性文件要求披露的重大事件,但如果被告能够证明并未导致证券交易价格或交易量明显变化的,法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性,明确将价格敏感性标准作为判断重大性的核心尺度。尽管内幕信息与信息披露的重大性判断各有侧重、并非完全相同(详见后文),但上述司法解释关于虚假陈述重大性认定标准的选择,无疑具有“正本清源”之效,有助于内幕信息重大性判断标准争议的厘清。更重要的是,从新《证券法》自身的逻辑体系看,作为内幕信息的列举性规定,新《证券法》第52条第2款指向的第80条第2款采用的是价格敏感性标准,而基于第52条第1款与第2款之间的逻辑关系,“涉及发行人的经营、财务”信息作为第52条第1款的规范内容,也必须经过价格敏感性标准的检验。再者,无论是新《证券法》第80条第2款所列举的11项重大事件,还是2021年修订的《信披办法》第22条第2款所列举的18项信息类型,均与发行人的经营环境、经营行为、经营和财务状况等密切相关,因之,“涉及发行人的经营、财务”信息与“对该公司证券的市场价格有重大影响”的信息在实际上具有高度的一致性,两者无疑应采用统一的重大性判断标准。若强行将两者分裂开来,在后者已经明文采用价格敏感性标准的情况下,仍对前者采用投资者决策标准或其他判断标准,将会出现针对同一信息同时适用两种不同判断标准的矛盾情形。

综上所述,仅从法律文本看,新《证券法》第52条第1款其实仍存在法律漏洞,而基于上述解释路径,可将其理解为以下两层意思:一是涉及发行人的经营、财务而对发行人证券价格有重大影响的信息;二是其他对发行人证券价格有重大影响的信息。若将漏洞予以填补,该款规定完整的表述应当是:“证券交易活动中,涉及发行人的经营、财务或者其他对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息,为内幕信息。”未来对《证券法》进行再次修订或修正时,可对内幕信息概括性规定进行相应调整,以免不必要的争议。

## (二) 价格敏感性标准的适用考量

根据前述,立法上对内幕信息重大性判断采用的是价格敏感性标

准,但仅从法律规定的字面意思,并不能进一步辨明其价格敏感性是“实际敏感性”还是“可能敏感性”。在内幕信息概括性规定的立法沿革上,1993年出台的《股票发行与交易管理暂行条例》及《禁止证券欺诈行为暂行办法》(已废止)均将内幕信息界定为“尚未公开的可能影响股票市场价格的重大信息”,<sup>[9]</sup>明显采用了价格可能敏感性标准。然而,上述条例和办法要么已失效、要么已成具文,<sup>[10]</sup>且1998年《证券法》将“可能影响”修改为“有影响”,新《证券法》也沿袭了这一表述,是否表明此时应该转而采用实际敏感性标准?学界对此观点不一,有的认为应指“可能有”,<sup>[11]</sup>也有的认为应属于“实际有”,<sup>[12]</sup>而更多学者则未予详细论述。法彦言:法律的生命不在于逻辑而在于经验。基于法律实施的视角,禁止内幕交易相关法律法规的实施主要涉及三类主体,即管理内幕信息的发行人、利用内幕信息的行为人以及规制内幕交易的监管者,下面便从这三个维度展开讨论。

其一,基于发行人的视角。证券交易对相关信息具有高度依赖性,而上市公司则是证券交易信息的最主要来源,<sup>[13]</sup>在信息公开前,由发

---

[9] 《股票发行与交易管理暂行条例》第81条第15项规定:“内幕信息是指……尚未公开的可能影响股票市场价格的重大信息。”《禁止证券欺诈行为暂行办法》(已失效)第5条第1款规定:“本办法所称内幕信息是指为内幕人员所知悉的、尚未公开的和可能影响证券市场价格的重大信息。”

[10] 《禁止证券欺诈行为暂行办法》已被2008年出台的《国务院关于废止部分行政法规的决定》废止;《股票发行与交易管理暂行条例》尽管依然有效,但自《证券法》出台实施后,实践中关于内幕信息的认定和适用已完全被《证券法》所替代。

[11] 参见彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第380页;朱锦清:《证券法学》(第3版),北京大学出版社2011年版,第210页。

[12] 参见李有星、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;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。另外,境外立法例方面,欧盟部分成员国在立法上确立了重大性的幅度标准,如瑞典、丹麦在其立法中明确,有关金融产品市场价格的涨跌幅达到10%就符合重大性要求,德国在实务中给出了市场价值5%的参考标准。参见[英]理查德·亚历山大:《内幕交易与洗钱:欧盟的法律与实践》,范明志等译,法律出版社2011年版,第112页;张小妮:《证券市场内幕信息重大性认定研究》,载陈小君主编:《私法研究》(第16卷),法律出版社2014年版。

[13] 参见中国证监会行政处罚决定书[2009]17号。

行人对相关信息进行保密管理最符合“最小防范成本原则”<sup>[14]</sup>。正因如此,《信披办法》等规定要求上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度,对未公开信息采取保密措施。<sup>[15]</sup> 由于内幕信息的形成时间并不等同于信息披露的法定时间,<sup>[16]</sup>前者可追溯至影响内幕信息形成的动议、筹划的初始时间,而后者须等到董事会决议形成或相关协议签署之时,<sup>[17]</sup>故发行人必须在披露相关信息之前就该信息是否具有重大性作出判断,并决定是否应采取保密措施、启动内幕信息知情人登记管理等程序,若以实际影响为基准,现实上不具有可行性。

其二,基于内幕交易行为人的视角。在法律的行为预期和规范引导功能下,人们可在法律划定的合法性边界内自由行动,但前提是法律规范必须具有明确性。若以实际价格敏感性为标准,则行为人在利用相关未公开信息从事证券交易时,其行为违法与否仍处于不确定状态——犹如“薛定谔之猫”实验,必须在信息公开后才能揭晓答案:如果信息公开后未对股价产生重大影响,则交易行为自始合法;反之,则构成内幕交易,应受法律否定性评价,而需承担行政、民事甚至刑事责任。在这一模式下,交易行为的违法性判断被转换为事后证券价格的实际涨跌,必将增加公司内部人或其他知情人的“赌徒心理”和道德风险,<sup>[18]</sup>而减损法律的规范引导功能;同时,还会降低法律对行为人“利用内幕信息”这一关键环节的关注,而该环节恰恰是最能体现内幕交

---

[14] “谁能以较低的成本防范,谁就承担这个责任。”参见熊秉元:《正义的效益:一场法学与经济学的思辨之旅》,东方出版社2017年版,第35页。

[15] 2021年《信披办法》第30条第6项:《上市公司监管指引第5号——上市公司内幕信息知情人登记管理制度》(证监会公告[2022]17号)。

[16] 参见中国证监会行政处罚决定书[2020]44号。

[17] 根据2021年《信披办法》第24条,在董事会或者监事会就该重大事件形成决议时,或有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时,或董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生时上市公司应对相关信息进行披露。而根据最高人民法院、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》第5条第3款,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,即可认定为内幕信息的形成之时。

[18] 参见中国证券监督管理委员会行政处罚委员会编:《证券期货行政处罚案例解析》(第二辑),法律出版社2019年版,第341页。

易滥用信息优势不当获利的本质特征<sup>[19]</sup>,因此也将减损法律的规范评价功能。

其三,基于监管执法部门的视角。监管部门在执法之时显然有“事后之明”的优势,相关消息业已公开,其对证券价格的影响也非常便于观察,若以实际价格敏感性为标准,客观明确、简便易行。然而,这种执法上的便利和判断标准的统一却要以法律的明确性和行为的可预期性为代价,也将使法律对内幕交易的事前防范机制无法落实。而且,从证监会的行政处罚实践看,显然采用的也是价格可能敏感性标准,主要体现在两个方面:一是处罚决定中,无论在事实叙述还是法律评价部分,极少案例对内幕信息是否实际引起股价变动予以阐述;二是从近三年的案例看,超过36%的行为人内幕交易结果为亏损,<sup>[20]</sup>相关内幕信息并未实际对股价产生预期重大影响,但这并不影响内幕信息的认定。

综上所述,对内幕信息重大性的判断应属“预期导向”而非“结果导向”,即将新《证券法》第52条第1款“对发行人证券的市场价格有重大影响”的规定理解为对证券价格“可能有”重大影响,而采用“价格可能敏感性标准”。

### (三)“价格可能敏感性标准”的投资者设定

既然内幕信息重大性判断是“预期导向”的,而不同投资者对同一信息的评估往往并不一致、甚至截然相反,<sup>[21]</sup>那么,需要进一步追问的是,其重大性的预期判断是对谁而言或应以哪一类型的投资者作为判断基准?由于投资者对信息的预期差异,法律无法对所有投资者实施无差别的保护,因而重大性背后的投资者设定必然体现了法律的价值选择和利益权衡。对此,本文认为,可从以下两个面向进行审视和探查:一是基于规范的面向,投资者设定是否更有助于实现内幕交易规制的立法目的,进而有利于构建预设的交易秩序,提高市场效率;二是基

[19] 参见中国证监会行政处罚决定书[2019]100号。

[20] 根据中国证监会网站公布的行政处罚案例,2019~2021年,证监会共对155名内幕交易当事人作出处罚,其中56名当事人的交易结果为亏损。数据来源于笔者整理,载中国证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn/>,2022年5月6日访问。

[21] 事实上,每一手二级市场股票交易的达成,其背后都体现了买者和卖者意见的根本分歧。



于事实的面向,投资者设定是否充分考虑当前的投资者结构和市场实际,进而有助于法律的实施和遵从,实现规则之治。

1. 专业投资者与普通投资者。根据新《证券法》第 89 条第 1 款,投资者可分为普通投资者和专业投资者。由于两者在财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等方面的差距,不可避免会影响两者信息分析能力和投资行为模式。<sup>[22]</sup>那么,在内幕信息重大性的投资者设定问题上,两者之间应当如何权衡?从规范的面向看,新《证券法》第 89 条第 2 款关于举证责任倒置、第 94 条第 1 款关于纠纷调解申请权的规定,<sup>[23]</sup>已鲜明体现了立法者对普通投资者的倾斜性保护。而且,若以专业投资者作为判断基准,可能导致许多在普通投资者眼里无关紧要的事件被纳入内幕信息,将大幅增加发行人的信息管理成本,也将使专业投资者怠于信息的挖掘和分析,不利于发挥其作为价格协调者的功能,<sup>[24]</sup>可能有“监管过度”<sup>[25]</sup>之嫌,而有损市场效率。在事实面向,根据《证券期货投资者适当性管理办法》的分类标准,专业投资者以证券投资基金经营机构、各类资管产品、社会公益基金等机构投资者为

[22] 比如,有些信息对于普通投资者来说本不属于重大信息,但对于专业投资者而言,能够运用镶嵌理论(The Mosaic Theory)有机结合既有其他信息进行分析,从而挖掘出一些重要信息。See Allan Horwich, *The Mosaic Theory of Materiality—Does the Illusion Have a Future?* Securities Regulation Law Journal, Vol. 43, 2015. 又如,自然人投资者中,证券账户资产量较高的投资者对长期价值投资理念接受度更高。参见深圳证券交易所《2020 年个人投资者状况调查报告(摘要版)》,载深圳证券交易所网, [http://investor.szse.cn/institute/bookshelf/report/t20210519\\_585972.html](http://investor.szse.cn/institute/bookshelf/report/t20210519_585972.html), 2022 年 3 月 17 日访问。

[23] 新《证券法》第 89 条第 2 款规定:“普通投资者与证券公司发生纠纷的,证券公司应当证明其行为符合法律、行政法规以及国务院证券监督管理机构的规定,不存在误导、欺诈等情形。证券公司不能证明的,应当承担相应的赔偿责任。”第 94 条第 1 款中规定:“普通投资者与证券公司发生证券业务纠纷,普通投资者提出调解请求的,证券公司不得拒绝。”

[24] 参见萧鑫:《内幕信息重大性标准及其投资者设定》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第 20 卷),法律出版社 2017 年版。

[25] 所谓监管过度,是指监管机构采取过分严厉的监管手段,超出了防控风险的最大需要或者遏制了市场参与方面进行金融创新的动力。参见洪艳蓉:《金融监管治理——关于证券监管独立性的思考》,北京大学出版社 2017 年版,第 257 页。

主,<sup>[26]</sup>而现实中我国自然人投资者占比超过99%,<sup>[27]</sup>且其中7成以上账户资产量在50万元以下。<sup>[28]</sup>显然,以广大中小投资者为代表的普通投资者是我国证券投资者的绝对主体,法律上无疑也应选择优先保护普通投资者的预期,以最大限度地促进信息公平,增强投资者尤其是普通投资者的信心,提升市场整体活力。

2. 长期投资者与短期投资者。证券市场瞬息万变,由于投资时间视角不同,投资者对相关信息的态度和反应很可能也会不同。在规范的面向,尽管长期投资者具有积极监督的公司治理效益、提高信息披露质量、促进市场稳定等优势,<sup>[29]</sup>但短期投资者对于提供市场流动性、提高市场效率等方面的作用亦不可或缺。然而,“长短”界限并非泾渭分明,且基于“镶嵌理论”,相关信息对投资者的影响周期也难以精确定。不过,根据前述,内幕信息重大性的判断应以普通投资者预期为基准,不应苛求每一事项都需经过“镶嵌理论”的检验,故应聚焦事项本身对证券交易价格是否有重大影响。由此观之,披露信息的时间维度对区分长期与短期投资者的预期差异具有重要参考价值。如前所述,我国现行信息披露制度对定期报告、临时报告分别采用了投资者决策标准和价格敏感性标准,相较之下,基于临时报告的“临时”性质,且新《证券法》第52条第2款将内幕信息重大性与临时报告的价格敏感性

[26] 《证券期货投资者适当性管理办法》第8条第1款。

[27] 截至2022年2月底,中国证券登记结算有限公司登记的投资者数量为20,014.73万人,其中自然人投资者数量19,967.16万人,非自然人投资者数量47.58万人。投资者数量指持有未注销、未休眠的A股、B股账户的一码通账户数量。载中国证券登记结算有限公司网,[http://www.chinaclear.cn/zdjs/tjyb1/center\\_tjbg.shtml](http://www.chinaclear.cn/zdjs/tjyb1/center_tjbg.shtml),2022年3月14日访问。

[28] 根据《证券期货投资者适当性管理办法》第8条第1款第5项,自然人投资者如要成为专业投资者,其中一个重要条件便是金融资产不低于500万元或近3年个人年均收入不低于50万元。而根据深交所近10年来开展的个人投资者状况调查报告,尽管个人投资者账户平均资产量逐年上升,从2010年的42.2万元增长至2020年的59.7万元,但账户资产量的分布却一直极度分散,超过75%(2015年甚至接近85%)的投资者账户资产量在50万元以下。参见深圳证券交易所2010年至2020年《个人投资者状况调查报告(摘要版)》,载深圳证券交易所网,<http://investor.szse.cn/institute/bookshelf/report/>,2022年3月17日访问。

[29] See Sunil Wahal & John McConnell, *Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?* *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6:3, (2000).

标准嫁接起来,表明内幕信息重大性的基准设定与短期投资者特点更为契合。有鉴于此,在协调预期冲突的问题上,原则上应以短期投资者为主,在特殊情况下也可考虑长期投资者视角,<sup>[30]</sup>以兼顾规范和事实两个面向的价值追求。

3. 理性投资者和非理性投资者。在有效市场条件下,理性投资者的投资行为是传递市场信息并使之反映为证券价格的媒介,<sup>[31]</sup>显然在规范面向上无疑应选择保护理性投资者的预期,以促进信息与价格之间的有效传递,推动提升市场效率。但从事实面向看,在我国中小投资者占据大多数的情况下,熟悉偏好、投机追高、未使用分散投资和止损策略等非理性投资行为大量存在,<sup>[32]</sup>与理性投资者具有完全的信息和完全的理性,<sup>[33]</sup>而不受外界不当干预,不受情绪、感受、偏见等影响<sup>[34]</sup>的要求仍有很大差距。不过,法律规则并非仅能一味适应社会,而具有调整社会、改造社会的内性格,<sup>[35]</sup>美国反欺诈和内幕交易的司法实践也表明,设定一个相对较高的理性投资者标准,有助于促使真实的投

[30] 如在 2015 年股市极端行情下,持续性暴跌成为一种系统性风险,个股的利好消息很可能无法在短期内扭转其自身下跌趋势,因而对于短期理性投资者而言,相关利好信息则不具有重大性;但在长期理性投资者看来,持续性下跌不会长期存在,公司股价最终将回归其内在价值,相关利好信息则具有重大性。参见萧鑫:《内幕信息重大性标准及其投资者设定》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第 20 卷),法律出版社 2017 年版。

[31] 参见李有星、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。

[32] 根据深圳证券交易所 2016~2020 年对近 9 万名个人投资者的调查报告显示,近 6 成的受访投资者具有熟悉偏好,过半数未使用分散投资策略,逾 4 成没有明确的止损策略,投机追高、处置效益、过度自信等非理性交易行为的发生概率在 30%~40%。数据来源于深交所《个人投资者状况调查报告(摘要版)》,载深圳证券交易所网,<http://investor.szse.cn/institute/bookshelf/report/>,2022 年 3 月 14 日访问。

[33] 即能够了解和掌握已公开的全部信息,能够预期和考虑所有相关因素,且拥有无限的计算能力。See Chock Full O' Nuts Corp. V. Finkelstien, 548 F. Supp. 212, 219 (S. D. N. Y. 1982).

[34] See David A. Hoffman, *The "Duty" To Be a Rational Shareholder*, 90 Minn L. Rev. 537 (2006).

[35] 参见陈金钊:《缘何需要正视法治逻辑?——法学基础研究的重要性》,载《南开学报(哲学社会科学版)》2020 年第 2 期。

投资者理性投资,减少被欺诈的情况发生。<sup>[36]</sup>为此,问题的关键在于,应如何协调在规则面向的高标准与事实面向的非理性之间的冲突?实际上,个股信息被列入内幕信息的范围,说明其不具备实施投资组合策略的完全理性。<sup>[37]</sup>行为金融学等学科的深入研究表明,投资者的决策既受理智的影响,也受个人情绪、偏见等非理性因素支配,<sup>[38]</sup>且投资者认知上的缺陷和错误不可避免,理性投资者的理论假设(有效市场假说)现实中也难以成立。<sup>[39]</sup>因此,价格敏感性背后的理性投资者无须达到“理性经济人”的完全理性标准,但仍需具备相当程度的理性能力:一是基本的认知理性,即应当具备投资所需的基本知识,如掌握常识性的投资知识、了解宏观经济、财务会计等方面的基本概念,但无须系统、全面地精通某一领域,所掌握的知识足以支撑其履行一定注意义务(the duty of care)<sup>[40]</sup>或开展进一步调查分析。二是基本的行为理性,即具有稳定合理的投资逻辑,对投资所面临的收益和风险具有清醒认知,能够审慎作出投资决策。

### 三、内幕信息与信息披露的重大性:融合与差异

#### (一)内幕交易规制与信息披露制度中的重大性标准

证券市场是无疑一个信息市场,信息与价格之间的良性互动正是证券市场价格发现、资源配置等功能发挥的基础。但信息并非越多越好,过多的信息披露既增加发行人披露成本,也容易使真正有价值的信

---

[36] 参见刘东辉:《谁是理性投资者——美国证券法上重大性标准的演变》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2015年卷),中国法制出版社2015年版。

[37] 参见萧鑫:《内幕信息重大性标准及其投资者设定》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第20卷),法律出版社2017年版。

[38] See Peter H. Huang, *Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking the Materiality of Information and the Reasonableness of Investors*, 13 Sup. Ct. Econ. Rev. 99 (2005).

[39] See Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*. 140 U. Pa. L. Rev. 851, 895 (1992).

[40] See David A. Hoffman, *The “Duty” To Be a Rational Shareholder*, 90 Minn L. Rev. 537 (2006).

息湮没于“噪音”之中,加大投资者甄选有用信息的困难;而过多的内幕信息也将增加未公开信息的管理成本,限制投资者交易自由,还可能使发行人及其管理人员选择拒绝或推迟有利于增加公司价值的交易<sup>[41]</sup>。因此,无论对于防范内幕交易还是强制信息披露,重大性标准的核心价值都在于提供了一种“过滤”机制,以在信息成本与效率之间找寻平衡,避免造成市场整体的低效率或无效率。

事实上,内幕交易规制与信息披露制度在保证证券市场信息资源分配的公平性和有效性上具有协同作用,且内幕信息登记管理责任主体与信息披露义务主体的同一性,故两者重大性标准应当相互协调,否则将使发行人陷入“标准冲突”之窘境,在保密与披露之间无所适从;<sup>[42]</sup>或者流于“标准挑选”之恣意,游走在大相径庭的标准空隙之间实施法律规避。正因如此,新《证券法》进一步强化了两者关联,即在第52条第2款列举内幕信息类型时全面援引第80条第2款的临时报告重大事件。有观点指出,内幕交易执法中对信息的重大性判断对于梳理信息披露的重大性标准具有借鉴意义。<sup>[43]</sup>但这并不意味着内幕信息重大性判断应与强制信息披露标准保持完全一致,主要有以下三方面理由:

其一,基于重大性的制度功能。强制信息披露制度通过禁止迟延报告、不实报告、重大遗漏等虚假陈述,旨在合理平抑发行人的信息优势,降低其与投资者之间的信息不对称性;而内幕交易规制则并不否定信息优势本身,而在于禁止滥用信息优势的证券交易行为,比如关于泄露内幕信息的认定,内幕信息知情人若仅存在泄露信息或明示、暗示行

---

[41] 例如,在上市公司并购交易初期(尚未确定是否符合重大性要求)就要求对磋商情况进行披露,会刺激市场反应,导致投资者或投机者大量购买目标公司证券,从而推高收购成本,甚至导致交易价格所依赖的证券市场价格畸高而取消并购计划。参见谢杰:《内幕信息形成时间判断规则研究》,载《证券市场导报》2013年第8期。

[42] 在缺乏明确的法律规范指引下,发行人需要花费更多时间评估某项交易所涉信息的性质以及是否可以参与该项交易。See Jeffrey N. Gordon, *Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law*, 60 U. CIN. L. REV. 347 (1991).

[43] 参见李文莉、李子为:《信息披露重大性要求的判断标准与路径选择》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》(第30卷),法律出版社2021年版。

为,但未导致非法获取信息之人进行相关证券交易的,则不构成规范意义上的泄露行为。质言之,信息披露制度侧重“信息公开”的强制要求,而内幕交易规制强调“交易行为”的必要限制。借此,内幕信息与信息披露的重大性标准也应体现各自逻辑和特点——基于信息披露的日常性,披露行为更多体现为发行人及其董监高在合规意识下的主动性,故其重大性标准侧重于在确保发行人保持最低限度的信息公开的基础上,可以使发行人免于事无巨细地披露公司经营管理活动中的各类信息,以平衡“信息不足”与“信息过载”之间的矛盾;相较而言,基于交易行为的异常性,内幕交易规制更多体现了公权力机关的驱动性,故内幕信息重大性标准则侧重于保持对内幕交易违法犯罪活动的打击力度的同时,限制公权力过度扩展而将一些无关紧要的信息认定为内幕信息,以平衡“监管过度”与“监管宽容”<sup>[44]</sup>之间的冲突。

其二,基于重大性的规范目的。虽然内幕交易规制与信息披露制度在保护投资者免受信息欺诈上是相同的,<sup>[45]</sup>不过前者更强调“公平”的价值,以确保投资者处于在同一游戏规则之下,维护市场交易秩序、增强投资者信心;而后者价值诉求则更为多元,除了信息公平之外,随着市场不断演进,客观上已衍生出诸如便利公众监督、提升公司内部治理<sup>[46]</sup>、强化证券监管<sup>[47]</sup>等其他相对独立的价值功能。<sup>[48]</sup>在不同规范价值指引下,重大性的内涵和外延均可能相应地产生差异,如关联交

---

[44] 所谓监管宽容,是指当被监管对象违反监管规则或者不遵守市场纪律时,监管机构未采取相应的制约措施或者在采取制约措施的过程中放缓步伐、减轻力度,或者事先信息沟通等,使当事人所承受的不利后果远远低于正常情况下应承受的程度。参见洪艳蓉:《金融监管治理——关于证券监管独立性的思考》,北京大学出版社2017年版,第260页。

[45] 参见[美]路易斯·罗思、[美]乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第673页。

[46] See George S. Georgiev, *Too Big to Disclose: Firm Size and Materiality Blindspots in Securities Regulation*, 64 *UCLA Law Review* 602 (2017).

[47] See McClane & Jeremy R, *Regulating Substance through Form: Lessons from the SEC's Plain English Initiative*, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 55, (2018).

[48] 尽管这些衍生的制度目标最终都将服务于保障投资者“用脚投票”的权利,但从提升上市公司质量、促进经济发展、优化社会治理等角度看,客观上已难以被保护投资者合法权益这一价值目标所涵盖。

易的重大性认定问题就颇具典型意义。基于防范内幕交易的角度,关联交易既有促进公司规模经营、降低交易成本、实现集团战略目标等积极作用,<sup>[49]</sup>也有可能出现控制股东掠夺或利益输送等消极影响,<sup>[50]</sup>性质上应当是中性的;<sup>[51]</sup>且诸如与关联自然人发生成交金额超过30万元的交易等事项,尽管已触发强制信息披露的义务,<sup>[52]</sup>但对于规模动辄数十亿的上市公司而言,其本身难以对公司的证券价格产生重大影响。相比之下,关联交易历来是信息披露的重点内容。新《证券法》第80条第2款第3项首次对关联交易的临时披露作出明确规定,沪深交易所相关披露规则详细规定了应当披露的关联交易、关联方及相关量化标准,<sup>[53]</sup>目的就在于通过充分的信息公开,将关联交易置于“阳光之下”,以便于利益相关方、监管部门乃至一般社会公众了解和评估相关交易合理性、公允性以及对公司价值的潜在影响,从而促使公司规范运行、降低“代理成本”。

其三,基于重大性的判断标准。如前所述,信息披露重大性具有“二元性”特征,即同时采取价格敏感性与投资者决策标准,但立法上对于内幕信息重大性则采取单一的价格敏感性标准。尽管两种判断标准很多时候是相统一的,<sup>[54]</sup>但相对而言,投资者决策标准其除了价格因素外,还包括其他诸如投资的市场环境、发行人未来前景以及 ESG

---

[49] 参见曹理:《独立董事 VS. 控制股东:中国上市公司关联交易治理实效研究》,载徐明等主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版。

[50] See Guido Ferrarini, *One Share – One Vote: A European Rule*, *European Company and Financial Law Review*, p. 147 – 177 (2006).

[51] 参见陈旻:《对公司相互持股及关联交易进行规制的制度选择》,载张穹主编:《新公司法修订研究报告》(上册),中国法制出版社2005年版,第241页。

[52] 《上海证券交易所股票上市规则(2022年修订)》第6.3.6条;《深圳证券交易所股票上市规则(2022年修订)》第6.3.6条。

[53] 《上海证券交易所股票上市规则(2022年修订)》及《深圳证券交易所股票上市规则(2022年修订)》第6章第3节“关联交易”。另参见徐文鸣、刘圣琦:《新〈证券法〉视域下信息披露“重大性”标准研究》,载《证券市场导报》2020年第9期。

[54] 因为对证券价格有重大影响的信息总会影响理性投资者决策,而对投资者决策有重要意义的信息也总会影响证券价格。参见李有星、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。

信息(environmental, social and governance)<sup>[55]</sup>等非价格因素;且考虑到信息披露的时间维度,其背后的投资者设定也应以长期投资者为主,而与价格敏感性标准相区别。更重要的是,即便同样针对价格敏感性标准,内幕信息与信息披露的重大性的构成要件要素要求也并不相同。新《证券法》第52条、第80条均采用了“概况+列举”模式,从法律的体系解释看,作为新《证券法》第80条第2款临时报告的重大事件,仅需满足第80条第1款“较大影响”的要求;而作为第52条第2款内幕信息的列举事项,在符合第80条第1款的基础上还需进一步满足第52条第1款“重大影响”的要求。换言之,在重大性“量”的要求上,内幕信息重大性标准要高于、至少不应低于强制信息披露标准,这也与内幕交易规制具有更强的公权力驱动特征相对应,从而确保内幕交易监管执法符合比例原则,实现精准执法和适度监管。

## (二) 内幕信息列举性规定的“差异化审视”

根据前述,内幕信息与信息披露的重大性既相互融合,也存在重要差异。相应地,在新《证券法》第52条与第80条之间的法律适用问题上,可从以下两方面进行把握:一方面,基于融合的视角,强制信息披露标准可作为内幕信息重大性判断的重要参考;另一方面,基于差异的视角,内幕信息的重大性判断又不应对强制披露标准亦步亦趋、简单采取“拿来主义”,而有必要进行“差异化审视”。事实上,作为一种列举行规定,新《证券法》第52条第2款本质上属于对证券交易活动涉及的各类信息的一种制度性建构,是对列举事项的法律构成要件符合性的一种逻辑预设,并不必然符合“应然与实然相对应”的要求。正如新《证券法》第51条关于内幕信息知情人的列举,并不能当然认为列举的人员在具体事例中均知悉内幕信息,而仍需结合具体案件事实进行判断。又如,中国香港证监会发布的《内幕信息披露指引》列举了可能对上市证券价格产生重大影响的事件,但同时指出,“上述事件或情况清单不代表有关消息一旦披露,即会对股价产生重大影响。以上清单并非详

---

[55] 参见张问之:《环境信息强制披露如期而至 ESG 渐成 A 股公司“新名片”》,载《上海证券报》2022年2月10日版。



尽无遗,纯属指示性质,列举可能构成内幕消息的事件或情况类别”〔56〕

为了叙述便利,暂且将新《证券法》第80条第2款中的“重大事件”划分为以下三种类型:一是定性型事件,即直接明确重大事件定性,且没有提出重大性判断的要求,如“公司分配股利、增资的计划”;二是定量型事件,即对重大事件设置了明确的量化标准,如“公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十”;三是裁量型事件,即没有规定量化标准,但需要对信息的重大性进行判断,如“公司发生重大亏损或者重大损失”。有观点认为,对于前两类事件,既然新《证券法》已明确了规定其法律性质或量化标准,则对定性型事件,可直接依法确定为内幕信息;对量化型事件,则应根据是否达到相关比例要求予以确定。这一观点看似合理,实则系将内幕信息重大性与信息披露重大性等视之,未能以“差异化视角”对内幕信息列举性规定进行审查——至少未能充分关注到两者在运用价格敏感性标准上的差异。换言之,要完成从内幕信息列举性规定到内幕信息法律事实的逻辑跨越和规范认定,就必须摒弃“概念化”或“线性化”的适用思维,而应充分考虑内幕信息重大性自身在制度功能、价值平衡等方面的独特机理,并根据具体案情对重大性作出规范性评价。

基于上述法律关系分析,即便对于定性型事件,也不应简单根据法律的定性预设径直认定为内幕信息,而仍需结合涉案具体事项进行分析。例如,针对“董事会决议被撤销”事项,申请撤销的原告资格门槛较低,〔57〕且董事会决议涉及的范围广泛,〔58〕涉及董事会决议可能被撤销或无效的事项必然类型众多、轻重兼有,诸如“决定公司内部管理机构的设置”或“根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负

---

〔56〕 参见《内幕信息披露指引》第35条、第36条,载香港证监会网,<https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/TC/Regulatory-functions/Corporates/Corporate-disclosure/Guidelines-on-Disclosure-of-Inside-Information>,2022年5月30日访问。

〔57〕 根据《公司法》第22条及最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》第2条,请求撤销董事会决议的原告只需在起诉时具有公司股东资格即可,并无持有股份数量或持有时间要求限制。

〔58〕 参见《公司法》第46条。

责人及其报酬”等事项,一般情况下对于公司经营管理的影 响相对较小,即便相关决议被撤销或宣告无效,往往也不会对公司股价产生重大影响。若将该类事项纳入内幕信息,很可能不当扩大了打击范围,而有过度执法之嫌。再者,对于定量型事件,在是否构成内幕信息的问题上,也并非仅需着眼于法定的量化标准。例如,对于“三分之一以上监事发生变动”事项,由于上市公司监事会成员数量一般在3~5名,1/3以上变动其实也仅涉及一两名监事,变动原因也往往是到期换届这种常规流程。更重要的是,虽然《公司法》等将监事会视为与股东会、董事会分权制衡的公司治理机关,赋予其监督、检查和维护公司及股东合法权益等职能,<sup>[59]</sup>但现实中,上市公司监事会却成为“最尴尬的机构”,<sup>[60]</sup>与法律预期功能相去甚远,在一系列重大财务造假、董事及管理层侵害公司利益导致破产或清算等恶劣情形下,均没有发挥应有作用。<sup>[61]</sup>因此,尽管该变动事项属于信息披露的重大事件,但却并不必然满足内幕信息重大性的要求。事实上,在我国内幕交易执法历程上,也从未出现以监事变动作为内幕信息的相关案例。

此外,对于裁量型事件,监管执法部门的自由裁量空间也应受到信息披露标准的底线限制。例如,对于上市公司并购重组,其作为资本运作的典型代表,常常引发投资者对公司股价的“想象空间”,但若其未能达到信息披露标准,即便在事实上对股价产生了重大影响,<sup>[62]</sup>基于新《证券法》第52条与第80条的适用逻辑,以及内幕信息重大性标准与强制信息披露标准的宽严差异,也不应认定构成内幕信息。而且,从行为可预见性因素考虑,针对未达到披露标准信息,行为人在买入相关

[59] 《公司法》第53条;《上市公司治理准则》(2018年修订)第47条。

[60] 参见李建伟:《公司法学》,中国人民大学出版社2011年版,第331页。

[61] 如南纺股份、万福生科、广东新大地、云南绿大地等知名案件。参见郭雳:《中国式监事会:安于何处,去向何方?——国际比较视野下的再审视》,载《比较法研究》2016年第2期。最近的康美药业财务造假案也是如此。参见中国证监会行政处罚决定书[2020]24号。

[62] 即便未达到披露标准,也可能由于公司自愿性披露而对股价产生影响。例如,某深市上市公司股价因连续上涨发布了股票交易异常波动公告,并主动披露了公司收购无关联第三方股权的交易事项,但其投资金额(1.8亿元)占公司净资产的比例仅为8%,未达到《深圳证券交易所股票上市规则》(2022年修订)第6.1.2条规定10%的披露标准。

股票时可合理预计公司将不会对该事项进行披露,交易行为的信息优势自始不存在,那么,也难以认为行为人主观上具有利用内幕信息进行获利的故意,因而也不宜认定为内幕交易。

#### 四、内幕信息重大性的实证观察和具体适用

##### (一) 内幕信息重大性的执法实践概览

为了更好地刻画内幕信息重大性认定在执法实践中的样态,本文对2019~2021年证监会网站公布的内幕交易行政处罚案件进行了全面梳理。<sup>[63]</sup> 上述期间,证监会共作出内幕交易处罚决定书123份,共涉及84例内幕信息。<sup>[64]</sup> 其重大性的认定模式及理由主要有以下几种情形:一是参考《信披办法》及交易所披露标准(5例,占比5.9%);二是参考重大资产重组标准(13例,占比15.5%);<sup>[65]</sup> 三是通过交易金额占比或股权变动比例予以说明(12例,占比14.3%)<sup>[66]</sup>;四是径直认定为内幕信息(54例,占比64.3%)。<sup>[67]</sup>

由于不同信息类型重大性的考量因素和认定路径可能存在较大差异,譬如重大资产重组标准可作为并购重组类信息的判断参考,但对业绩预告等信息可能难有助益。因此,有必要结合所涉内幕信息类型的

[63] 该数据统计不包括中国证监会派出机构网站同期公布的案件。

[64] 其中因同一事项而对不同行为主体分别作出的处罚决定书39份。

[65] 其中有1例同时参考了交易所披露标准和重大资产重组标准(中国证监会行政处罚决定书[2021]103号、104号),考虑到重大资产重组标准较高,更能体现涉案事项的重大性程度,故将其归入此类。

[66] 其中有2例交易金额占比已经达到重大资产重组标准(中国证监会行政处罚决定书[2020]7号、[2019]115号),但处罚决定书中并未明确言明参考或采用的是重大资产重组标准,故将其归入此类。

[67] 需要特别说明的是,“径直认定”系单纯根据《行政处罚决定书》文本作出的分析判断,并不代表行政执法机关内部的实际决策过程。另外,对于上市公司并购重组,案例中若仅有对拟收购股权比例、被并购标的资产金额等事实描述,未进一步论述并购交易与上市公司营业收入、总资产、净资产等的相对比例,实际上仅提供了一种绝对数额,投资者无法判断该并购交易对上市公司的影响程度,故将其归入径直认定的范畴。

分布,对重大性的认定模式进行类型化分析。上述84例内幕信息样本中,并购重组类信息的数量“一骑绝尘”(53例,占比63.1%),超过了其他内幕信息类型的总和;股权结构或权益变动类信息次之(16例,占比19%),非公开发行股票、业绩预告类信息分别位居第三(4例,占比4.8%)、第四(3例,占比3.6%),其他还涉及股权激励计划、利润分配方案、签署重大合同、董事高管被调查等内幕信息类型(各2例,分别占比2.4%)。不同类型内幕信息的重大性认定模式具体如图1所示:

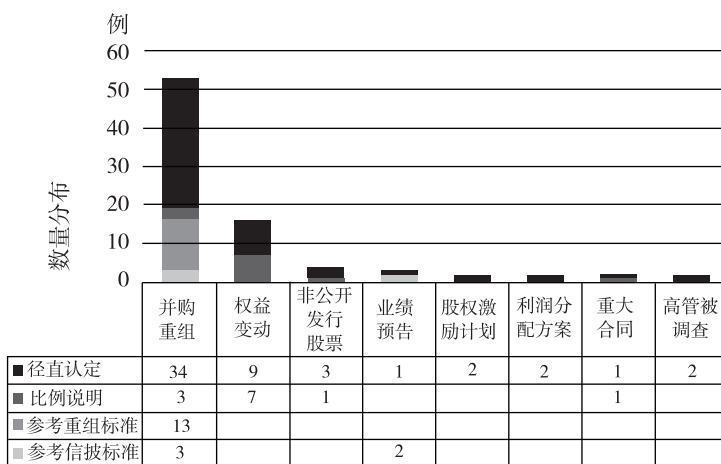


图1 类型化内幕信息重大性的认定模式

综合来看,并购重组类信息的重大性判断方式似以径直判定为主,辅之以信息披露及重大资产重组标准作为参考基准。上述样本中,约1/3的案例将信息披露及重大资产重组标准作为判断并购重组类信息重大性的重要参考(16例,占比30.2%),部分案例虽未直接言明采用了何种标准,但相关比例隐含了信息披露或重大资产重组标准,如认为交易价格超过上市公司上一年度期末净资产的50%,则具有重大性。<sup>[68]</sup>不过,径直认定重大性的情形仍占多数(34例,占比64.2%)。究其原因,可能在于证券监管部门认为,市场参与各方对于并购重组类信息可能对上市公司股价产生重大影响具有高度共识,如在刘某、李某

[68] 参见中国证监会行政处罚决定书[2019]115号。

内幕交易“太阳鸟”案中,证监会认为“上市公司决定参与收购本身即具有价格敏感性,在未公开前属于内幕信息”<sup>[69]</sup>。再者,从当事人陈述申辩情况看,前述统计案例样本中,尽管近7成当事人提出了陈述申辩,但主要围绕“不知悉内幕信息”或“内幕信息形成时间认定有误”等展开,仅有4名当事人、针对3例内幕信息的重大性问题提出了异议。<sup>[70]</sup>

相较而言,股权结构或权益变动类信息的重大性认定说理似较为充分。样本中,通过具体变动比例来论证股权结构或权益变动具有重大性的情形相对较多(7例,占比43.8%),其原因可能在于就该类信息而言,股权变动比例属于事实陈述与法律判断的交汇之处——既是阐明案件事实的必要,也是对重大性的认定理由。再者,权益变动中如涉及控股股东或实际控制人的变更(样本中有6例),可根据常理当然认为对公司股价有重大影响,其重大性似乎不言自明,无须进一步展开论述。从这一角度看,该类信息真正属于径直判断的应仅为3例(占比低于20%),其论证说理相对而言较为充分。对于其他内幕信息类型,由于样本量较少,且以径直认定方式为主,其重大性判断的参照体系和规律性特征较难明确。

在内幕信息重大性判断标准的适用上,对于重大性“量”的要求并未以“差异化”的视角进行审视。大多数案例的处罚决定书中,关于内幕信息的认定结论基本都采用这样的“范式”：“综上,××事项属于2005年《证券法》第六十七条第二款第×项规定的重大事项,在公开前属于2005年《证券法》第七十五条第二款第一项规定的内幕信息。”其隐含之意,认为构成信息披露中的“重大事件”就当然符合内幕信息重大性要求,在重大性“量”的判断上似乎并未严格区分临时报告披露标

[69] 中国证监会行政处罚决定书[2019]89号。

[70] 这与美国实践形成鲜明对比。美国内幕交易司法实践中,对内幕信息重大性的认定对内幕交易诉讼案的胜诉概率至关重要,法院在对内幕交易案件进行实质性审理前,专设一个申请程序对内幕信息是否具备重大性进行审查。据统计,因欠缺消息重大性而在实质审理前被驳回的案件已超过起诉案件的70%。See Bainbridge & Gulali, *How Do Judges Maximize—Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*, 51 *Emory L. J.* 83 (2002). 转引自左坚卫、张淑芬:《内幕信息重大性认定问题研究》,载《刑法论丛》(第59卷),法律出版社2020年版。

准的“较大影响”与内幕信息概括性规定要求的“重大影响”。最为典型的是,在谢某峰、谢某云内幕交易“长亮科技”案中,证监会认定:“基于腾讯公司的市场地位,长亮科技与其签订进一步加深业务合作的《合作协议》亦可能对公司股价产生较大影响,当事人辩称……合作事项不具有重大性和未公开性,其主张不能成立。”<sup>[71]</sup>这一认定逻辑显然是将信息披露中的“较大影响”作为判断是否符合内幕信息重大性要求的直接根据。

在内幕信息重大性判断标准的选择上,价格敏感性标准与投资者决策标准的“交锋”时有显现。部分案例似将价格敏感性标准与投资者决策标准“同炉冶之”,如在张某内幕交易“ST中富”案中,处罚决定认为,相关事项公开后可能对证券交易价格或投资者交易决策造成影响,即应当认为内幕信息已经形成;<sup>[72]</sup>在张某华、周某发内幕交易“方盛制药”案中,在论证内幕信息形成时点时,认为“影响内幕信息形成的动议、筹划本身有可能对公司证券的市场价格产生重大影响”内幕信息即可成立,随后又强调“判断的重要因素在于对理性投资者的决策而言是否明确”。<sup>[73]</sup>

## (二)内幕信息重大性相关具体适用问题分析

如前所述,新《证券法》关于内幕信息的规范结构是由第52条、第80条组成的“规则束”或“规则群”,但由于第52条采用了“概括性规定+引致性规定”的结构,以致在法律适用的具体问题上,往往需要将第80条作为分析、认定内幕信息类型及其重大性的逻辑起点。然而,基于内幕信息自身的复杂性和内幕信息列举性规定相互之间的内在关联,同一内幕信息可能同时符合不同的列举性规定,由此产生因列举性规定的竞合<sup>[74]</sup>而引发内幕信息重大性判断齟齬或规范适用冲突等问题。

[71] 中国证监会行政处罚决定书[2020]57号。

[72] 参见中国证监会行政处罚决定书[2021]95号。

[73] 中国证监会行政处罚决定书[2020]112号。

[74] 需要说明的是,此处的竞合问题并非严格的法条竞合关系,因为法条竞合要求规范之间具有包容与被包容关系,而此处的竞合更多属于交叉重合关系,会因内幕信息的变化而出现不同的竞合情况,如对于一般的并购重组,适用“公司的重大投资行为”;如涉及跨行业并购,则与“公司经营方针和经营范围的重大变化”的规定竞合;而若采用了发行股份进行收购,则与“公司增资的计划”的规定竞合。

事实上,针对同一项内幕信息常常存在不同的竞合情形,其中最为典型的应属裁量性规定与定性类规定之间的竞合。例如,前述内幕信息样本中,共涉及 18 例发行股份购买资产事项,其中有 12 例仅适用了“公司的重大投资行为”的规定,<sup>[75]</sup>另有 5 例认为同时还属于“公司增资的计划”;<sup>[76]</sup>又如 4 例非公开发行股票类信息中,2 例将其认定为“公司增资的计划”,<sup>[77]</sup>1 例认为属于“公司股权结构的重要变化”,1 例认为两者同时构成。<sup>[78]</sup>在规范本文上,与“公司分配股利、增资的计划”等定性类规定相比,裁量性规定基本上采用了“重大”或“重要”等表述,那么其重大性判断应当适用更严格的标准。此时,应该如何确定作为内幕信息的相关交易事项的重大性判断基准?

从法律适用的统一性要求看,若采取同时适用两项或多项竞合性规定的处理方式,将导致适用标准的差异化和碎片化。更重要的是,基于法律评价的精准性考量,具体条款的适用应聚焦、并体现相关信息的本质特征,建立起案件事实与规范事实相对固定的涵摄关系,进而实现法律预期引导功能和行为规制功能的最大化。如对于发行股份购买资产事项,发行股份并非交易的目的,而仅属于一种支付方式,该事项的本质仍在于通过资产或股权的并购与重组,实现其整体资产的最优配置,因此属于并购重组的一种类型,在判断是否符合内幕信息重大性要求时,应将其作为裁量型事件进行考量,并基于“重大”或“重要”等措辞而采用相对严格的判断基准。对于非公开发行股份,其核心在于通过发行股份获取股权性融资,即增加公司资本,其并不必然导致、多数情况还可能尽力避免导致公司股权结构的重要变化,故应将其作为定性型内幕信息来权衡重大性判断问题。因此,在法律的具体适用问题上,同时适用多项列举性规定可能不是最优选择;在择

---

[75] 即中国证监会行政处罚决定书〔2021〕6号;〔2021〕83号、〔2021〕103、104号;〔2020〕45、46号;〔2020〕48号;〔2020〕70号;〔2020〕113号;〔2019〕21号;〔2021〕24、25号;〔2019〕77-78号;〔2019〕115号;〔2019〕118号。

[76] 即中国证监会行政处罚决定书〔2020〕75号;〔2020〕83、84号;〔2020〕95、96号;〔2020〕107号;〔2020〕113号。

[77] 即中国证监会行政处罚决定书〔2021〕92-95号;〔2019〕11-13号。

[78] 即中国证监会行政处罚决定书〔2019〕63号;〔2019〕56号。

一适用时,则可考虑剔除手段性、过程性、附随性等因素而回归相关事项的本质特征。

值得注意的是,并购重组作为内幕交易最为高发频发的领域,新《证券法》对认定其构成内幕信息的具体条款(2005年《证券法》第67条第2款第2项)进行了修改。<sup>[79]</sup>新《证券法》第80条第2款第2项将“重大投资行为”以逗号分隔、单列出来,并对逗号后面两段内容规定了30%的比例要求,<sup>[80]</sup>由此产生了“重大投资行为”到底属于裁量性规定还是定量性规定的疑问。而且,这一问题的回答无疑也将进一步影响相关内幕信息重大性的考量和判断。本文认为,应当将其理解为裁量性规定,无须受30%的量化约束,主要有以下四点理由:其一,标点符号作为书面语的重要组成部分,是解释词语文句或法律规定含义的重要参考因素。<sup>[81]</sup>在立法技术规范上,逗号用于句子内部没有内在联系的两个并列层次之间,<sup>[82]</sup>这表明“重大投资行为”与后文“购买、出售重大资产”等各自具有相对独立、完整的含义,应予以分别对待。其二,百分数作为一个数值比例,其分子分母应属于同一类数量性词语,如新《证券法》第33条规定的“70%”,为发行人向投资者出售的股票数量与拟公开发行的股票数量之比,而“投资行为”尽管必然会涉及投资数额,但该用语本身并非诸如“资产”“股票数量”或“持有股份”的数量性词语,无法与后文30%的比例要求相协调。其三,在立法沿革上,新《证券法》新增的“百分之三十”实际上是对2005年《证券法》中“购置财产”的量化约束,新旧法相关内容对照如表1所示;并不涉及“重大投资行为”。其四,相较于购买、出售资产或资产的抵押、报废,投资行为的风险性更高,对投资者的“吸引力”更大,对公司经营、

[79] 前述53例并购重组类信息中,52例认定属于2005年《证券法》第67条第2款第2项规定的“公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定”,另有1例被认为属于“公司经营方针和经验范围的重大变化”(中国证监会行政处罚决定书[2021]129号、130号)。

[80] 新《证券法》第80条第2款规定:“前款所称重大事件包括:……(二)公司的重大投资行为,公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十,或者公司营业用主要资产的抵押、质押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十。”

[81] 参见余文唐:《法律文本:标点、但书及同类规则》,载《法律适用》2017年第17期。

[82] 《立法技术规范(试行)(一)》(法工委发[2009]62号)第12.3条。



财务和证券价格的影响也更加显著,对其重大性的判断预留更加灵活的裁量空间而非采取固定量化的基准,有助于实现打击和规制内幕交易的规范目的。

表 1 并购重组类内幕信息相关条款新旧法对照

新《证券法》		2005 年《证券法》
第 80 条第 2 款第 2 项前段	“公司的重大投资行为”	
第 80 条第 2 款第 2 项中段	“公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十”	“重大的购置财产的决定”
第 80 条第 2 款第 2 项后段	“公司营业用主要资产的抵押、质押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十”	
		第 67 条第 2 款第 2 项前半段
		第 67 条第 2 款第 2 项后半段
		第 75 条第 2 款第 5 项

## 五、结语

尽管新《证券法》第 52 条关于内幕信息重大性的立法表达仍有粗陋,但基于法律实施和体系解释的视角,其判断应采用价格可能敏感性标准,并可从规范和事实两个面向探查法律背后的价值选择。相较于强制信息披露标准,内幕信息重大性在制度功能、规范目的及判断标准等方面均有不同,需对新《证券法》第 52 条第 2 款进行“差异化审视”,不应简单根据法律的定性或定量预设直接认定。法律的具体适用方面,对于规范竞合问题,应聚焦信息本质特征择一适用相关规定;适用新《证券法》第 80 条第 2 款第 2 项时,“重大投资行为”应理解为裁量性规定,无须受 30% 的比例限制。

“在一个公平自由的市场中,没有人愿意和在牌上提前做了标记的人打牌。”<sup>[83]</sup>内幕交易规制的核心目的就在于整平“游戏场”(level the

[83] See Louis Ross, Joel Seligman & Troy Paredes, *Securities Regulation*, Fourth Edition, p. 517 (New York: Wolters Kluwer, 2014). 转引自吕成龙:《谁在偷偷地看牌? ——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》,载《清华法学》2017 年第 4 期。

playing field)<sup>[84]</sup>,为投资者提供安全的交易环境,维护市场交易秩序,增强投资者信心;与此同时,内幕信息重大性的重要制度价值就在于确保规制过程中遵循比例原则,保持合理限度,避免因“过度监管”而减损市场效率。在新《证券法》大幅提高内幕交易处罚幅度的背景下,内幕信息重大性的认定问题很可能成为处罚机关与拟处罚对象之间“攻防”交锋的焦点,也将是证券监管执法部门进一步统一执法标准、廓清交易行为合法性边界、提升打击内幕交易的精准性和有效性而必须跨越的“一道坎”。借此,以证券监管执法的规范性、合理性不断推动市场参与各方进一步明确行为预期、凝聚法律共识,形成执法与守法的良性互动,促进实现规则之治。

(编辑:姜沅伯)

---

[84] 参见洪艳蓉:《证券执法的制度价值及其实现——来自美国的经验借鉴》,载吉冠浩主编、《北大法律评论》编辑委员会编:《北大法律评论》(第1卷·第1辑),北京大学出版社2017年版。