

内幕交易、泄露内幕信息罪之要义

肖中华

内幕交易、泄露内幕信息罪属于行为选择性罪名,司法实践中,根据行为人所实施的具体行为可以分别认定为内幕交易罪或泄露内幕信息罪。但是,在同一案件中,即使内幕信息的知情人员或者非法获取内幕信息的人员既从事与此一内幕信息有关的证券、期货交易,又泄露彼一内幕信息,也只认定内幕交易、泄露内幕信息罪一罪,而不得以内幕信息罪和泄露内幕信息罪实行数罪并罚。

在明确行为选择性特征的基础上,对于内幕信息、泄露内幕信息罪的认定,还应把握以下要义:

一、注重以“客观、相对确定性”的标准对涉案信息是否属于内幕信息进行判断。

与证券、期货交易相关的或者泄露的信息是否内幕信息,无疑是评价行为是否成立内幕信息、泄露内幕信息罪的基础要素。证券法第七十五条对于内幕信息从内涵和外延两个方面进行了定义和界定(列举了部分种类,但没有周延、封闭),理论上认为内幕信息具有未公开性、重要性(可能对市场价格产生重大影响)和相关性(与交易活动有关)已成为通说共识。

然而,在实践中,重要性和相关性的判断,实际上有赖于对涉案信息在交易当时是否客观存在、相对确定的判断,这种“客观、相对确定性”的判断,是对重要性和相关性特征的实质解释、合理延伸。行为人依据谣传、猜测和无根据的信息进行证券、期货交易,不应被判断为内幕交易或泄露内幕信息行为。如果行为人从事交易、明示暗示他人交易所凭借的信息或者泄露的信息在客观上并不真实,或者该信息当时并不具有具体可能性而只有抽象可能性,即使交易者或泄露者主观上认为该信息具有重要性,且据此进行有关交易或泄露行为,该信息也不属于内幕信息。

例如,国务院国有企业领导小组研究决定开展“国企改革十项改革试点”,根据行业特点和经营实力,某上市公司的实际控制人有望成为改革试点公司,一旦试点公司股权结构将发生重大变化,该上市公司高管将国务院决定包括本公司在内的国企改革试点有关信息透露给他人,此种行为并不成立泄露内幕信息罪,因为该上市公司实际控制人成为改革试点公司尚未进入任何实质性程序,仅仅存在抽象可

能性而非现实可能性;又如,某上市公司多年以来具有并购重组的意图,先后与多家公司、企业接触,参与上市公司并购重组沟通事宜的高级管理人员在各个阶段均游说近亲属购买自己公司股票,并在最终重组成功后抛售获利,对此,应当就各个阶段进行交易时并购重组事宜是否相对确定为标准进行具体的实质判断,对于仅有合作意向性接触的不应认为形成了并购重组内幕信息。因为如果从形式上将上市公司“可能进行并购重组”这种抽象可能性的信息认定为内幕信息,势必不恰当地扩大内幕信息敏感期的范围、过分前移了起始点。这样,任何相关人员进行证券、期货交易的行为都可能被认定为内幕交易,与设立内幕交易、泄露内幕信息罪的立法宗旨相违背。

二、重视系统解释方法对“泄露”的罪过进行限制。

刑法规定掌握内幕信息的人员只要泄露该信息,或者明示、暗示他人从事与内幕信息有关的交易,即成立泄露内幕信息罪。司法解释也摆脱“唯数额论”的立场,主张泄露内幕信息只要情节严重(交易额以及获利、避免损失额)就可以予以追诉。但是,刑法和司法解释并没有对“泄露”的罪过形式进行明确,实践中有人认为,泄露包括故意和过失两种情形,其理由是:即使是过失泄露内幕信息,同样会侵害到证券、期货交易的公平秩序;刑法并没有限定泄露为故意行为,而且对于内幕交易罪的主体规定有“非法获取证券、期货交易内幕信息的人员”之规定,而司法解释将“利用窃取、骗取、套取、窃听”等手段获取内幕信息的亦纳

入上述人员。

笔者认为,泄露内幕信息罪中的“泄露”只能是一种故意、积极行为,不包括过失泄露行为。这是因为:

第一,“泄露”一词的通常含义本身就包括了故意的内涵,如果没有特别注明“过失”,“泄露”就是故意泄露;刑法规范以文字形式表达,其解释应当遵循语言的通常含义,不能轻易违背通常含义作出有利于行为人的解释结论。

第二,内幕信息犯罪的社会危害性程度小于国家秘密、军事秘密犯罪,掌握内幕信息的人员因职务或业务防止内幕信息外泄,但这并不意味着过失泄露内幕信息的行为值得在刑法上予以刑罚处罚。正因为如此,刑法在规定故意泄露国家秘密罪、故意泄露军事秘密罪之外,还特别规定了过失泄露国家秘密罪、过失泄露军事秘密罪。在泄露内幕信息犯罪的立法上,则没有采取相同的做法。

第三,非法获取内幕信息的人员成立内幕交易罪,并不当然和掌握内幕信息人员成立泄露内幕信息罪共生并存,两罪既非共同犯罪关系,也非对合关系。非法获取内幕信息的手段包括利用窃取、骗取、套取、窃听,只能说明内幕信息可以是过失地被泄露,但并不表明过失泄露行为成立泄露内幕信息罪。何况我国刑法总则明确规定过失行为法律有规定的才负刑事责任。

(作者系中国人民大学法学院教授、金融刑法研究所所长)

中国经济脱虚入实 亟须大刀阔斧改革

周子勋

近期,中国金融监管系统正在全面加强对于金融市场的监管,严厉打击各种类型的投机炒作。央行和银监会加强票据业务监管,要求银行严格审查贸易背景真实性,严格规范同业账户管理;银监会被传出近期向部分城市商业银行进行窗口指导,要求其停止新发分级型理财产品;证监会层面,一方面对今年4月以来大宗商品市场的过度投机行为为严厉,另一方面在股票市场打击炒作的态度也非常明确,包括查处内幕交易、操纵市场等;保监会亦在日前出台新规,防范个别险企投资冲动的;此外,为推动促进民间投资的政策落地,鼓励和引导民间投资健康发展,国务院要求对促进民间投资政策落实情况开展专项督查,力图阻止民间投资进一步下滑。

脱实入虚局面 需要扭转

2014年以来的宽松货币政策和充裕的市场流动性,使得资产泡沫严重,流动性始终未能充分进入实体经济。这不仅使得货币政策失效,还给供给侧结构性改革带来极为不稳定的金融环境。因此,中国经济需要扭转脱实入虚的局面,加快脱虚入实。对于中国经济“脱实入虚”,可以从三个维度来考量:

第一,从实体经济增长与虚拟经济的对比来看,以债券、股票、保险为代表的虚拟经济,在同比增速上已经远远地把实体经济的各项指标甩在了身后,“脱实入虚”的情况可见一斑。

第二,从第二产业与第三产业的对比来看,第三产业中基础设施投资(不含电力)同比增长远高于投资总增速,更高于国内生产总值(GDP)增速,这表明基础设施投资一柱擎天的局面已经形成。然而,值得思考的是,依靠天量的信贷发放,加大基础设施投资,确实可以缓解一时燃眉之急,但并不能从根本上推进中国经济转型和结构调整。

第三,从信贷增速、广义货币(M₂)增速来看,今年3月信贷增速飙升至25.4%,而同期M₂增速则仅有13.5%,两者之间的差距从去年6月的7.8%扩大至12%。如果撇开增速比例,直接观察增量数据的话,2014年6月到2016年3月银行信贷实际增长规模为41万亿元人民币,M₂同期增长为23.7万亿元人民币。剔除外汇资产1.7万亿元人民币的流出影响,两者之间的差也有15.5万亿元人民币。这一数字为2015年中国GDP的23%。数据对比之后的简单结论就是,实体经济增长远远落后于信贷增长,大量资金被用于金融领域加杠杆。

不可否认,今年初期在宽松信贷投放和基建、房地产等投资的带动下,中国经济出现了短暂的好转,但到了4月份又恢复到疲态。值得注意的是,经济下行带给商业银行的压力是显而易见的,不仅净利润增速大幅下滑,不良贷款率也急速攀升。银监会最近发布的2016年一季度主要监管指标数据显示,一季度末商业银行不良贷款率1.75%,较上季末上升0.07个百分点,商业银行不良贷款规模创11年新高。目前16家A股上市银行2016年一季

度业绩报告同样显示不良贷款率增幅仍是主旋律。

引导资金 进入实体经济

在经济面临L型的压力之下,监管层对保持金融体系稳定高度重视。事实上,为了降低商业银行日益增加的坏账,自2008年以来一度暂停的商业银行不良信贷资产证券化即将正式重启。根据中国债券信息网上的一份申请文件,首先启动不良贷款证券化项目的是中国银行和招商银行,中国银行将发行3.01亿元人民币的不良资产证券,招商银行将发行2.33亿元人民币的证券化产品。目前银行大部分不良资产是通过核销和转让处置,但随着商业银行不良贷款率、不良贷款余额持续双升,不良资产证券化重启顺理成章。银监会在今年1月11日召开的全国银行业监督管理工作会议上便提出,要开展不良资产证券化和不良资产收益权转让试点工作。有研究报告预计,2016年银行不良资产市场化投放规模约1.5万亿元左右,宏观经济见底之前,不良资产处置市场规模将继续攀升。

监管层目前努力防止金融泡沫进一步形成和扩大,驱赶资金进入实体经济,除了一些行业壁垒外,主要还是因为当前市场缺少投资机会。因此,还必须通过供给侧结构性改革,推动传统产业转型升级,打开新兴产业发展空间,激发市场主体创新活力,进而引导资金进入实体经济。这不仅需要时间来培育新的经济引擎,更需要大刀阔斧推进改革、不畏短期阵痛的勇气。

促改革稳增长 两者不可偏颇

正如中央所强调的那样,从长期来看,中国经济的出路在于通过有效的供给侧改革解决结构性问题,实现向高端制造业的转移,满足国内消费者对高品质产品的需求,提高全要素生产率,以此提升经济的潜在增长里。但在短期内,减少无效、低效投资的同时,对必要的投资做进一步优化也显得十分必要,这是保持必要的经济增速和稳定的就业环境所必不可少的。促改革和稳增长两者不可偏颇,也不矛盾,关键是如何拿捏这个平衡度,而这确实是个很有难度的工作。诚然,投资特别是基础设施投资是有周期性的,一旦上马就要持续下去,因此确保投资资金及时到位很重要。根据统计,今年以来投资到位资金增速逐月回升,1-4月,投资到位资金158077亿元,增长8.1%,增速比一季度和1-2月分别提高1.7和7.2个百分点,与同期投资增速的差距缩小到2.4个百分点。这说明政府在加快项目开工和建设进度。

当然,用专家的话说,在加快政府投资的同时,如何拉动民间投资更加重要。在资本泛滥以及有稳定回报率的投资项目越来越少的情况下,资本流入实体经济的意愿就本就很低。而由于政府在进行经济规划和项目设计时,历来不重视民营经济,在政策上设下了种种限制,导致民营资本无法通过开展公平、充分的市场竞争,投资意愿不断降低。这也加剧了经济的进一步下滑,使得就业市场的结构性失衡问题更加恶化。如何解决这方面的问题,是考验本届政府的一个难题。

不宜过度看空人民币汇率

王宸

5月25日,人民币中间价下调225个基点。近期人民币贬值引起了广泛的关注。笔者认为,人民币不会深度贬值。

从国际贸易账来看,中国顺差持续扩大,这是支持人民币汇率的一个重要因素。美国等离岸市场也往往根据中国贸易账来寻找人民币的方向,中美利差则是又一个重要因素,其中不乏套息交易。但无论如何,从经济基本面到贸易账,再到中美利差,人民币都不存在深度贬值的前景,即便是美联储不断加息,过度看空人民币是没有理由的。

一些人认为人民币盯住一篮子货币,而美元走强这一篮子货币也会贬值,由此得出人民币会深度贬值的结论,这也是站不住脚的。首先,一篮子货币里面有美元,市场各方纠结的关键是人民币兑美元的走势,由于中国对美国的顺差,人民币兑美元不存在深度贬值的空间,对一篮子货币更不能深度贬值。

其次,中国央行在2015年连续降息降准,使得市场形成了央行实行宽松货币政策的惯性思维。中美利差一定会是有限的,中国央行很难说会支持中美利差倒转,这需要在今后看中国经济形势的发展。目前中国生产者物价指数(PPI)已经环比转正,这一趋势将带动宏观经济升温,对中美利差扩大,央行是没有理由非让中美利差逆转不可。中美利差估计最低也会维

持正值,并直到经济全面上升。

近期日本央行维持政策不变,对市场造成醍醐灌顶式的刺激,可谓十分典型。欧盟央行也与此类似,扩大购债措施迟迟未见踪影。其实,中国央行早有此类举动,就是关注了降准的阀门,既与4月信贷降低相互印证,也与欧日央行相互印证。中国央行只是动用中期和短期借贷便利工具,来平息市场对资金的渴求,其中很重要的因素就是国际能源价格上涨,降低宏观经济成本十分重要。

日前G7会议不欢而散,在汇率问题上强调不要干预外汇市场,市场对欧日汇率的交易可能继续延续惯性,即跟随能源上涨而做多欧元日元,人民币也会有此类博弈,押注人民币贬值势必会受到市场的考验。

香港将于5月30日推出人民币汇率期货,领先于中国内地一步,届时将会受到市场的欢迎。而交易人民币期货将为内地推出汇率期货提供经验,中国金融市场的升级发展将不断迈上新台阶,这些前景都很难使人民币深度贬值。

中国央行近期公布的外汇储备,以国际货币基金组织一篮子货币(SDR)计价则为缩水,以美元计价则为增加。其中非美元货币的权重或许有所上升,一篮子货币的构成十分丰富。韩国也宣布将展开韩元对人民币的直接交易,这些都可以看到一篮子货币是十分稳健慎重的选择,绝不是单靠美元波动就可以影响的。聚焦于人民币兑美元没有错,但更应该关注中国央行的一篮子货币,才能真正有效地分析人民币汇率走势。

基金子公司净资产约束倒逼战略性思考

蒋光祥

注册资本偏低与资产管理规模过高之间的矛盾,一直令人对公募基金子公司的发展捏了一把汗,这一局面有望发生质变。据悉,《基金子公司净资产约束征求意见稿》即将出台,今后基金子公司净资产可能需要达到以下四项指标:一、净资产不得低于1亿元人民币;二、净资产不得低于各项风险资本之和的100%;三、净资产不得低于净资产的40%;四、净资产不得低于负债的20%。这意味着一直以来不受净资产管理的基金子公司即将迎来受限时代。

针对现阶段基金子公司的业务开展非常灵活,受限少,但相对风控及投资管理人才不足的窘境,参考银监会对于信托公司的净资产约束,监管层用净资产相关指标来管理业务狂飙突进的子公司,可谓抓住了问题的核心。自

2012年11月第一批基金子公司诞生,基金子公司管理规模从无到有,到目前距10万亿仅咫尺之遥,不过3年有余,速度数倍领先于几枯几荣的信托业。基金业协会近日公布的基金子公司规模20强榜单显示,前20强规模均超过1500亿元大关,“万能神器”之称逐步坐实。

在业务模式类似的资管机构中,信托、券商资管均受到风险资本和净资产管理限制,但基金子公司却仅有《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》中注册资本不低于2000万元的限制,着实令人艳羡。从根子上说,基金子公司管理规模的狂飙是得益于近几年来我国泛资产管理市场快速发展壮大。但众所周知,基金子公司管理规模大多来自所谓通道业务,即通过出借自身牌照,将外部资产(银行资产为主)以产品合同形

式在公司内履行一个流程,以实现信贷资产的表外化。基金子公司并不直接参与该业务的资产管理,也无需主动、系统地项目进行开发、产品设计以及风控安排。理论上不承担风险,收益也相对微薄,但是架不住量大。很显然,基金子公司拓展这一模式受益于净资产不受限制,而同类型“竞品”则做不到。因而基金子公司通道模式得以乘数级放大,直至一骑绝尘。也间接促成了前两年信托人才的流失,整个信托团队跳槽至基金子公司也并不鲜见。

但基金子公司规模的爆发式增长大多来自监管套利,终究令外人不快,往往也令自身无奈。既然靠着一擦通道合同就可以挣钱,又有谁愿意去认真思考自身的长处?行业内同质化竞争、“价格战”也必日趋激烈。

基金子公司净资产受到约束之后,必然会倒逼自身对公司走向有一

个战略性思考。很可能就是一个让基金子公司从“价格战”当中脱身,去做自己原先最擅长的事情的契机。子公司净资产受约束,也是对母公司展业布局的一份答卷。从母公司层面来看,也许对这一天的到来早有心理预期,只不过是早一天晚一天的问题。毕竟监管从来都是一个逐步递进的过程,早有2014年中的“26号文”,禁掉了子公司的“一对多”专户通道业务。近有因触碰8条底线(违规设立资金池等),多家子公司被处罚。

至于因净资产受约束,基金子公司会不会因此走上和信托公司一样的发展路径,包括不成文的刚性兑付旧习,倒是另外一个令人颇为感兴趣的问题。我国并没有任何法律法规规定信托公司要进行刚兑,指望因净资产受限之后很可能要大幅增资扩股的基金子公司来延续刚兑,也许只能事与愿违。

焦点评论

成品油价迎来三连涨



油价迎来三连涨,九州油站笑得爽。涨跌由谁说了算?国际接轨有文章。跟跌很慢跟涨快,行政拍板没商量。定价机制要改善,资源配置靠市场。

赵乃育/漫画
孙勇/诗

联系我们

本版文章如无特别说明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话0755-83501640;发邮件至pp118@126.com。