

【制度与法规】

统一化与差异化： 债券市场内幕交易规制的困境与法制进路

王怀勇 钟文财

【摘 要】后疫情时代的债券违约潮背景下,高收益债券和信用衍生品成为债券市场内幕交易的高发区。然而,债券市场内幕交易规制面临去监管化的价值冲击、股票化规则难以适用和认定标准的差异化不足等三重困境。鉴于内幕交易的不公平竞争本质和欧美规制体系的局限性,缺乏统一金融法制和判例法传统的中国应采纳维护公平竞争的规制思路,以公平竞争为反欺诈和市场诚信的价值桥梁,引领统一化的顶层设计;同时针对债券市场特性进行差异化调试,豁免做市商和中央对手方,完善内幕信息规定,并围绕询价开展信息规制。

【关键词】债券市场;信用风险缓释工具;信用保护工具;内幕交易;公平竞争

【作者简介】王怀勇,法学博士,西南政法大学经济法学院教授、博士生导师,西南政法大学金融创新与法制研究中心研究员,研究方向:经济法学(重庆 401120);钟文财,西南政法大学经济法学院博士生,中国农村经济法制创新研究中心副研究员,研究方向:经济法学(重庆 401120)。

【原文出处】《证券市场导报》(深圳),2020.12.66~76

【基金项目】国家社会科学基金重点项目“创新社会治理背景下社会企业法律规制研究”(项目编号:18AFX018)。

受疫情影响,2020年发行规模再创新高的全球公司债券市场,迎来了偿还高峰期的违约潮,仅上半年我国债券违约规模就已超700亿元。低评级债券为主的市场格局和契约保护作用的弱化,增加了高收益债券的市场压力和风险对冲衍生品的市场需求。^①违约潮背景下,违约债券转让制度、信用保护工具(credit protection tools, CPT)和信用风险缓释工具(credit risk mitigation tools, CRM)陆续在沪深交易所和银行间债券市场落地,已逐渐成为债券违约市场化和法治化处置的制度主力。

然而,内幕交易风险高发的高收益债券和信用衍生品的规制问题尚未引起足够重视。当前场内外违约债券交易不设价格涨跌幅限制,价格波动将不亚于股票。在经济复苏与行业洗牌背景下,利用内幕信息买卖债券、CPT和CRM等衍生品的行为,都有了更强的经济动机和更佳的市场土壤。而信用违约

互换(credit default swap, CDS)等信用衍生品市场更被视为内部人市场。^②但是,国内学者很少关注违约潮市场化和法治化处置后的债券市场内幕交易问题,甚至倾向于主张对此予以不同程度的合法化处理。因此,债券市场内幕交易的规制现状如何,规制进路应当统一化还是差异化,值得考察和思考。

一、现实图景:债券市场内幕交易规制不是伪命题

(一)债券市场内幕交易的规制实践

我国至今尚未查处一起债券或其衍生品内幕交易案。2013年债券市场稽查风暴前,内幕交易充斥银行间债券市场的批评声很大,且多来自监管部门的工作人员。^③但是,之后的行政执法、司法案例和学术反思几乎都未涉及债券内幕交易。2018年11月,中国人民银行等三部门发布《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》(以下简称《意见》)后,获得

场内外债券市场统一执法权的证监会已查处若干起债券市场欺诈发行、虚假陈述和操纵市场案,但是首例债券市场内幕交易案仍未出现。此外,2016年《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》(以下简称《CRM试点规则》)第34条已对CRM内幕交易作出了规定,但沪深交易所发布的各项CPT规则都未提及内幕交易规制。

国际上,债券及其衍生品内幕交易的零星执法案例呈现以下特征:(1)地域分布上高度集中于证券市场及法治发达的英美两国,尤其是美国;(2)产品类型基本覆盖金融债券、国库券、市政债券、可转换公司债、普通公司债券、高收益债券和CDS等各类债券及衍生品;(3)时间跨度上最早始于1944年,在归责理论演化的各阶段都有规制实例;(4)交易主体既有狭义内部人,如公司副总经理,也有“外部人”,如基金经理、注册经纪人、债券托管人律师、高收益债券做市商和职员、投资咨询机构副总裁、州政府基础设施管理局财务主管、纽约联邦储备银行董事等;(5)交易金额较大,但获利或避损金额较小;(6)内幕信息既有债务重组等典型股市内幕信息,也有债券赎回需求、客户订单、利率折扣和新券发行等债券市场特色信息;(7)处罚结果以和解结案居多,处罚对象有单位也有个人,处罚措施涵盖和解金、罚金、吊销执业资格、市场禁入以及永久禁止参加与发行人相关的任何债权人委员会等。^④

(二)债券市场内幕交易罕见的原因剖析

第一,经济动机不足。债券及其衍生品的价格主要受无风险利率、信用溢价及流动性溢价三方面影响。无风险利率主要涉及宏观经济政策等基本面信息,如防控疫情和促进经济复苏的多项财政、货币和产业政策,正式公布前多属国家机密,难以获取;信用溢价以偿债能力为核心,以发行人通常不愿泄露的负面信用事件为主;流动性溢价则涉及变现能力。债券及其衍生品的标准化程度低、专业性要求高,多采用场外做市和一对一询价的交易机制,市场结构以机构投资者为主。这导致市场流动性严重不足,内幕信息的市场价值难以估计和变现。而基础债券较为固定的收益和信用衍生品交易的高风险性,更是削弱了内幕交易的经济动机。

第二,法律竞合下的排除适用。债券及其衍生品交易可以说是“王者间的游戏”,内幕交易问题多通过重复博弈和合同法予以消化,往往不会诉诸于金融监管部门和司法机关。即便公权力介入,债券市场内幕交易也容易与市场操纵、利用未公开信息交易、违反保密法律法规、侵占国有资产、贪污受贿和职务侵占等罪名存在法条竞合和想象竞合。此外,证明要求高和规制逻辑差异等因素也会减少内幕交易罪的司法适用。

第三,中国政府的主导与严格控制。中国债券市场经过数十年发展取得全球第二的成绩,与政府主导组织形式、基础设施建设、制度改革与创新息息相关。对于信用衍生品,中国则采取“研究一个,出台一个办法,推出一个产品”^⑤的发展路径,这种政府主导的强制性制度变迁模式客观上也挤压了债券市场内幕交易的投机空间。具言之:(1)行政化有余而市场化严重不足,降低甚至排除了内幕交易的可能性。一方面,国债发行过度强调财政功能使国债收益率曲线残缺,市场化定价参考功能不彰,刚性兑付加之不健全的破产偿债机制使债券及其衍生品的价格无法反映违约风险;另一方面,CRM的产品设计、标准化程度和市场主体范围被严格控制,市场化程度低,流动性严重不足且不允许超额购买。(2)场内外的封建式监管与政策倾斜,曾使得银行间债券市场摆脱了证券法的约束和集中监管而蓬勃发展。对于实属广义公司债券的中期票据等债务融资工具,证监会的内幕交易规制权力被架空。(3)重政府债券轻公司信用债券。公司债券市场虽然是债券内幕交易高发区,但其制度建设长期被忽视。

(三)债券市场内幕交易规制的客观需要

多年来证监会查处的股票内幕交易案数以百计。这不禁令人疑惑:我国债券市场是否存在法律意义上的内幕交易?债券市场内幕交易的投机空间本来就很狭窄,还受到中国政府强制性制度变迁模式的挤压,是否还有规制必要性?答案是肯定的,原因有三点。

第一,实践中已经出现了制度准备不足的问题。2016年4月中国农业银行涉嫌中期票据内幕交易,即该行通过参加主要债权银行沟通会获知拟实

施的债务重组事项,在暂停交易前抛售相关中期票据。^⑥此案与美国SEC v. Barclays Bank PLC高度相似,属于典型的债券市场内幕交易。但据公开资料显示,证监会等部门并未介入调查,交易商协会在处分会员方面似乎也缺乏积极性和力度,投诉最终不了了之。

第二,市场化和法治化已经取代刚性兑付,成为中国债券违约处置的主基调。2020年7月中国人民银行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》,将市场化和法治化作为债券违约处置基本原则,并强调要发挥违约债券交易机制的出清作用,推动信用衍生品市场发展。随着市场逐步取代政府成为债券市场资源配置的决定性力量,内幕交易等市场投机行为也有了更强的经济动机和更佳的市场土壤。一方面,当前我国场内外违约债券交易不设价格涨跌幅限制,债券内幕交易的投机空间得到扩张;另一方面,我国债券违约主体大多是民营企业,随着CPT和CRM等民营企业债券融资支持工具的发展,内幕交易的可能性也相应提高。此外,国际规制经验也表明这两个市场相对而言是内幕交易的高风险区域。

第三,在下列趋势下,规制阙如的执法现状凸显了进行制度检视、实现统一规制的必要性。一是股债融合背景下,按照传统的风险标准、信义义务标准和控制标准进行股债区分已愈加困难。比如,债权人/债券持有人很可能成为公司资产的剩余索取权人,与股东一样负有信义义务。股东可能会因为丧失投票权而更像是债权人,而债权人对公司治理的话语权和参与度日增,尤其是债务危机之时。^⑦因此,债券市场内幕交易规制如果不与股票市场统一,将造成监管空白和洼地。二是场内外债券市场融合趋势下,法律适用和监管强度的一致性成为债券市场发展的主要诉求。技术层面,传统的场外市场、交易所竞价撮合市场以及电子化交易商市场的边界已愈加模糊。^⑧实践层面,我国银行间债券市场更具场内特征^⑨,场内外债券市场的差别逐渐弥合。比如,个人投资者逐步被允许进入银行间债券市场,被允许参与场内债券交易的银行范围扩大,CPT和CRM的规则趋同等。正因如此,《意见》已将银行间债券

市场纳入证监会内幕交易规制的范畴之内,以建立场内外统一的执法机制,避免法律的公平性和监管的权威继续受到贬损。然而,对于性质几乎相同却分属场内场外两个市场的CPT和CRM,内幕交易规制的统一性还有待实现。三是金融对外开放的大势,也对内幕交易规制的一致性提出了要求。刚性兑付打破后,境外投资者参与我国信用债投资的程度远不及利率债。债券市场内幕交易的规制不力,一方面不利于“引进来”,即不利于提升透明度,容易挫伤境外投资者参与我国信用债券和CRM市场的信心;另一方面也不利于中国债券及其衍生品“走出去”,如前期市场打探(market soundings)就很有可能因提前告知离岸债券发行信息,而触犯欧盟《反市场滥用条例》(Market Abuse Regulation, MAR)内幕交易规范。^⑩

二、三重障碍:债券市场内幕交易的规制困境

(一)价值层面:去监管化的价值冲击

对债券市场内幕交易规制持否定态度者,多强调债券、CDS等衍生品与股票的差异,挖掘内幕交易的好处和必要性,突出内幕交易规制的弊端,进而认为内幕交易是正当可接受的。比如有学者主张,为保护银行的偿付能力,减少社会总成本,应禁止银行的买入型内幕交易,但应允许其利用负面内幕信息提前抛售债券。^⑪还有学者认为不能固守股票市场的传统认知,债券发行人及其股东可能会受益于CDS内幕交易,因为它能降低融资成本、提升信息供给效率。也有学者认为CDS与股票有着巨大差异,提升信息效率、防止逆向选择、管理层激励、公平、投资者信心、财产权保护等规制股票内幕交易的理由都不适用于CDS市场。相反,CDS内幕交易的社会价值重大,能及时准确传递债务人偿债能力的信息,尤其在股价被高估时。因此,应当豁免CDS内幕交易。^⑫此外,在政府债券领域,学界对信息不对称问题和内幕交易的态度也莫衷一是。^⑬

这些关于内幕交易合法化的理论主张深刻影响了我国学界,冲击着债券市场内幕交易规制的价值基础。比如,我国有学者主张债券市场可以接受“大男孩信”(big boy letter)等成熟机构投资者之间的内幕交易免责协议,有学者认为金融衍生品内幕交易“未

必影响市场诚信与投资者信心”,还有学者主张以“投资—投机”目的为区分标准,只规制超额购买的投机性CDS内幕交易,豁免以对冲债务风险为目的的投资性CDS内幕交易,以发挥内幕交易的市场培育作用。^⑩实践中,证监会的证券内幕交易处罚决定书中往往罗列众多价值目标,有意无意模糊归责原则,避免多元价值之争,有些诉诸于“它就是不对”(It just not right)的道德谴责,难以锚定债券市场内幕交易规制的正当性基础。

(二)规范层面:股票化内幕交易规范的不可适用性

1. 信义义务归责原则难以适用于债券及其衍生品

对债券市场内幕交易规制持反对意见者往往认为,信义义务归责原则只适用于内部人对公司和股东负有信义义务的股票市场。比如,有学者认为债权人与公司、股东之间不存在信义义务,因而债券内幕交易并不违法,债券持有人也不享有股东针对内幕交易的诉权。^⑪也有学者指出衍生品市场不以上市公司为制度核心,以一级市场机构投资者为主,公司内部人负有信义义务、大众投资者“弱且愚”的证券法基础假设,在CDS等衍生品市场中并不存在,因而证券内幕交易规范的可适用性较弱。^⑫还有学者认为信义义务归责原则依然适用,但发行人本身进行债券内幕交易却无法归责。^⑬主张规制者则认为,侵蚀投资者信心和导致逆向选择的不是信义义务或保密义务的违反,而是知情交易者的存在本身,内幕交易在任何市场都应当是无效率和非法的。^⑭

因此,信义义务归责原则能否适用于债券及衍生品成为一项难题。理论上,有学者认为应当以债券契约为中心的合同法路径保护债券持有人,而非通过内幕交易规制这一保护股东的公司法路径。^⑮还有学者主张“信义义务的弹性化”,将信息盗用纳入信义义务范围,在坚守信义义务原则的同时,又能将所有的金融工具和市场主体纳入规制范围。^⑯还有学者主张抛弃信义义务理论并回归信息平等获取理论,甚至主张以“无权取用信息财产权益”的产权思路将判断标准客观化。^⑰实践中,证监会的实际执法依据突破了信义义务原则,却深陷合法性危机。2007年《证券市场内幕交易行为认定指引》(以下简称《认定指引》)以“信息占有”为主体识别标准,突破

了2005年《证券法》第73、74条的授权,突破了重“信义义务理论”的《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》(以下简称《内幕交易司法解释》),将规制对象几乎扩张到所有人,不论其是否负有信义义务。^⑱然而,《认定指引》属于行政指导性文件,存在与上位法相冲突的合法性缺陷。^⑲

2. 证券内幕交易规范难以适用于诸多债券

证券内幕交易规制实际只能覆盖上市交易的公司债券。一方面,我国证券法律法规体系主要围绕股票制定,对非权益类证券存在不同程度的忽视,债券二字几乎从未出现在过去证监会关于内幕交易的各项规定中。债务类金融工具中,只有公司债券和政府债券被明确纳入新《证券法》的适用范围。但是,《证券法》第81条关于债券重大事项的规定也只针对上市交易的公司债券。对于2020年7月中国人民银行、银保监会、证监会、国家外汇管理局发布的《标准化债权类资产认定规则》第1条规定的其他标准化债权类资产,《证券法》内幕交易规则能否适用以及如何适用,仍有待明确。另一方面,《证券法》和《意见》未能改变场内外债券市场的封建式监管。就债券规则来看,《证券法》依旧是“证监会监管下的公司债券法”。^⑳因国务院未将银行间债券市场的各类债券依法认定为“其他证券”,且银行间债券市场主要采用询价制进行协议转让,《证券法》《内幕交易司法解释》等规范无法当然地适用。这些债券将继续由人民银行和发改委分别进行监管,继续适用《全国银行间债券市场债券交易管理办法》和《企业债券管理条例》等规定,然而这些规定都不涉及内幕交易问题。

因此,基础规范不变的情况下,统一化的规制尝试则具有一定运动式执法特征:(1)债券市场统一执法机制的合法性不足。三部门能否以《意见》的形式将涉及内幕交易规制的执法权集于证监会,能否将银行间债券市场的各类债券纳入证监会执法范围,尚存有疑问。(2)内幕交易的实际规制范围仍然有限。《意见》所指“公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具、金融债券等各类债券品种”是“等内”还是“等外”,不得而知。地方政府融资平台公司是证

监会《公司债券发行与交易管理办法》唯一排除的公司债券发行主体,其发行的城投债是否在“各类债券品种”之列,也有待明确。(3)执法依据碎片化。《意见》列举违法违规行为时,以“其他违反证券法的行为”为兜底。但对于人民银行和发改委审批发行的其它债券,相关交易行为能否且如何以证券法为评价尺度,证监会如何应对多监管主体依不同法律制定的碎片化规定,均亟待明确。

3. 证券和期货内幕交易规则均不适用于CRM和CPT

《证券法》第2条删去了“证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定”。其逻辑是证券衍生品分证券型和契约型,前者经国务院依法认定为其他证券,直接适用《证券法》;后者则适用《期货交易管理条例》和未来的《期货法》。而CRM和CPT既有标准化凭证型,如信用风险缓释凭证和信用联结票据,也有非标准化契约型,如信用风险缓释合约和CDS。按此思路,前一类经国务院认定为其他证券,纳入证券内幕交易规制范畴,而后一类则适用期货内幕交易规则。

然而,因证券和期货的法律定义过窄,且法律衔接不畅,CRM和CPT可能成为内幕交易规制的真空区,原因有五点:(1)《证券法》缺乏对证券的一般性定义,且国务院并未将CRM认定为其它证券,《证券法》内幕交易规范无法适用。(2)期货内幕交易规定无法适用。一是《期货法》尚未出台;二是CRM和CPT相关协议并非期货交易所统一制定,也并非全部采用公开集中交易的方式,CRM更未经过国务院期货监督管理部门的批准,二者均不属于《期货交易管理条例》第2条规定的期货。(3)《刑法》第180条及其司法解释也将行为样态严格限定为“证券、期货交易”。(4)沪深交易所的CPT规则都未涉及内幕交易问题。(5)作为CRM内幕交易的唯一规定,《CRM试点规则》第34条采用的“内幕消息”表述过于宽泛,似乎有意与现行证券和期货内幕交易规范采用的“内幕信息”概念相区别。更重要的是,其作为交易商协会自律性规范容易沦为具文,因为其上位法——“中国人民银行相关规定”并不涉及内幕交易问题,而且中国人民银行从无内幕交易规制实践。

因此,CRM和CPT内幕交易缺乏规制。《证券法》第51条和《期货交易管理条例》第85条第12项规定的证券、期货交易内幕信息的知情人员,乃至债券发行人自身,掌握到重大未公开信息后直接或间接从事,或者泄露该信息使他人从事相关CRM和CPT交易,似乎都不触犯内幕交易罪和利用未公开信息交易罪。原因在于:(1)CRM和CPT既非期货也非证券;(2)《证券法》第40条只是禁止证券从业人员和监管人员等买卖“股票和具有股权性质的证券”;(3)《CRM试点规则》第34条的禁止对象只是限于“参与者”(即交易者)。

(三)认定标准:债券市场特殊性与股票化规范的排异

1. 主体识别:对债券市场关键主体的忽视

(1)做市商和中央对手方

做市商低买高卖和中央对手方的清算行为兼具权利和义务属性。为了使定价更有效,市场不仅需要新闻和研究报告等公共信息,还需要能影响市场主体投入资本提供市场流动性的意向和能力的相关非公开信息,尤其在市场对流动性看法不一时。因此,做市商和授权对手方难免会掌握订单意愿等大量影响债券价格的非公开信息。然而,我国内幕交易规范未正面明确二者的正当性,也未对其进行豁免。《证券法》第53条只是为上市公司股份收购的豁免留有空间。《内幕交易司法解释》第4条的“交易具有其他正当理由”,和《认定指引》第5章的“经证监会允许的其他市场操作”等条款,均未得以明确或适用。市场实践层面,银行间债券市场直到2019年8月才迎来首个中央对手方——上海清算所,相关规则尚未关注到其豁免问题。而债券市场做市商制度虽已确立16年有余,各类做市机构也有80余家,但做市功能不彰加上判断标准的缺失使得外界笼统地指责债券市场充斥内幕交易。执法层面,近年来证监会对流动性同样不足的新三板做市商首开两张市场操纵罚单,引发不少质疑。^⑤如何区分做市行为与市场操纵行为,乃至更为微妙的内幕交易,这些问题均急需解决。

(2)债权人委员会成员

破产重组是债券市场内幕交易的高发区,而交

易主体多为债权人委员会成员,如2019年西班牙 LBI 和 HPS 破产重整计划内幕交易案。^⑧对此,国外有学者主张“促成破产重组和解论”,暂时通过允许互签“大男孩信”和请求司法宽慰令(comfort order)等方式予以豁免,理由在于:一是剩余索取权不是股票,甚至不构成证券;二是债权人委员会成员同时接收和生成重大未公开信息,传统内幕交易规制理论无法应对这种双向信息流动;三是若予以内幕交易规制,知情债权人可能会拒绝加入债权人委员会,导致其他债权人和法院会无法获取相关重要信息,增加重组和解的难度。^⑨相比之下,破产法和内幕交易法交叉视域下的债券市场内幕交易问题在我国尚未引起重视。

(3)交易 CRM 等信用衍生品的银行

银行是主要的信贷提供方和债券市场机构投资者,能够获取到债务人/发行人的众多非公开信息。同时,它也是 CRM 等信用衍生品的主要买方,不可避免地比典型的 CDS 卖方——保险公司——更具信息优势。银行是否应该被完全或部分地豁免,允许其利用非公开的负面信息进行 CRM 等风险对冲交易,这一问题仍有待权衡。

2.内幕信息:股票化思维与债券市场的不适应

第一,“或披露或戒绝交易”的股市逻辑难以适用。一方面,该逻辑以高管、股东和公司之间的信义义务关系为前提,但是该前提在债券市场中可能并不存在;另一方面,信息披露义务有程度之差,并不适合作为二分的分类标准,尤其是在非集中竞价交易机制语境中。有些证券的信息披露义务更重,有些则更轻。很多非证券类金融产品也要履行信息披露义务,即使这些资产类型可能并不适宜适用内幕交易法。^⑩此外,强化发行人/债务人和债权人之间的信息披露,也无法消弭内幕交易规则与 CDS 的不适应。该方案缺乏可行性且弊大于利,制度成本过高。^⑪

第二,认定标准不一。2019年《关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》(以下简称《利用未公开信息交易司法解释》)在明确何为内幕信息以外的其他未公开信息时,以其他可能影响证券、期货交易“活动”的信息为兜底,导致信

息范围被无限扩大,容易破坏金融市场的信息生态。同时,这似乎也有意与《证券法》第52条、《认定指引》第7~9条及《期货交易管理条例》第81条(12)项以“价格”为导向的兜底条款相区别。

第三,规则难以涵盖所有债券及其衍生品。虽然《证券法》第52条——内幕信息的一般性规则——将以前的“公司”改成了“发行人”,但受《证券法》第二条所限,在标准化债权类资产中,该规则仅适用于公司债券和政府债券。《证券法》第81条弥补了债券内幕信息的制度空白,却只针对场内“上市交易”的公司债券,无法适用于其他标准化债权类资产、CPT 和 CRM。对于何为 CRM 的“内幕消息”,其是否包含内幕信息与内幕信息以外的未公开信息等事项,《CRM 试点规则》第34条及其上位法——“中国人民银行相关规定”均未予以明确。

第四,信息类型化对债券市场的观照不足。一是《证券法》第81条只提及破产程序的启动信息,未涉及破产重整过程中的非公开信息;二是对宏观经济金融政策和数据的忽视。比如,当前全球公司债券期限变长且信用质量降低,导致债券市场对货币政策变化更加敏感。然而,在规范层面,《证券法》第40条并未禁止监管人员等内幕人买卖债券及其它债权性质的证券。在理论层面,学界则多强调以发行人偿债能力为中心对治违约潮,忽视了发行人信用风险以外的宏观因素影响。

3.行为样态:对债券市场主要交易机制——询价制的忽视

询价制具有股市集中竞价模式无法比拟的优势,尤其是在市场剧烈波动、信心不足和基准匮乏时。但无论是定价环节的簿记建档,还是发行后的交易环节,若相关债券已在市场流通或存在 CDS 等相关衍生品市场,询价很可能涉及向潜在投资者披露内幕信息的问题。因此,2016年实施的欧盟 MAR 第11条引入“市场打探”概念,对其中所有信息沟通施以严格的披露、记录和妥善保管义务。

反观我国,涉及询价中众多非公开信息传递的规定十分零散。2015年证监会《公司债券发行与交易管理办法》虽规定询价“不得披露除债券募集说明书等信息以外的发行人其他信息”,但询价过程相关

资料的保管义务主体只限于承销机构,不涉其他主体,内容上也只限相关资料,不涉承销机构与市场主体的信息沟通内容。其他碎片化规定中,2011年国务院《企业债券管理条例》无涉非公开信息的泄露和利用问题;2005年人民银行《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》简单地禁止“承销人和托管机构”泄露非公开信息,主体范围不包括商业银行和企业集团财务公司等金融债券发行人,内容上也未明确非公开信息的范围;2014年人民银行《全国银行间债券市场债券预发行业务管理办法》只简单禁止“投资者”以任何手段操纵价格或进行利益输送;2019年发改委《企业债券簿记建档发行业务指引》《企业债券招标发行业务指引》及《CRM试点规则》都未触及询价中如何处理重大未公开信息的问题,而仅仅诉诸于业务隔离等内控制度。

三、守经行权:债券市场内幕交易规制的法制进路

(一)价值守正:以公平竞争为反欺诈和市场诚信的价值桥梁

债券市场是否足够特殊,以至于其内幕交易规制须反经行权,需要去监管化或差异化呢?以内幕信息为中心的法教义学进路难以回答这一问题。答案取决于规范意义上的价值认同与位阶高度,而非实证层面法经济学家们视效率为公正的选择性利弊论证或衡量,因为它无法弥合“是”与“应当”之间的逻辑鸿沟。一方面,全金融市场的内幕交易都具备“零和游戏”本质,侵蚀投资者信心和导致逆向选择。后金融危机时代,内幕交易制度在金融产品、交易主体和内幕信息三个维度的扩张都已成共识和趋势。美国商品期货交易委员会(CFTC)数十年来一直反对期货市场上内幕交易规制,但于2018年9月设立内幕交易与信息保护处,明确将打击期货市场上内幕交易作为工作重点。^③另一方面,否定论者过分拔高了债券等非权益类证券之于股票、CDS等衍生品之于证券的差异,这些自始存在的差异并不足以证成内幕交易在相关市场的合法性。^④

那么,债券市场内幕交易规制为何要进行整体性的制度改革呢?纵观国际,衍生于股票市场的内幕交易规制,在理论和实践层面已经或正在拓展到

期权、期货、CRM、差价合约(contract for differences)和点差交易(spread bets)等金融衍生品、碳排放权、比特币等加密资产、超越金融产品之分的高频交易、乃至金融属性较强的房地产。^⑤其间,股票化规制思维和制度烙印被反复批判,规制一致性的诉求被不断重申。然而,国内外的理论研究和制度建言存在不同程度的视野局限,要么着眼于某个具体的金融产品和市场,要么立足于证券法、公司法、刑法、消费者保护法等某个部门法。如前所述,债券市场内幕交易规制已是一个超越“现货—衍生品”和“证券—期货”二分思维的命题,充分揭示了我国内幕交易规范体系的结构性缺陷。这些缺陷也必将随着金融创新和市场发展不断地暴露和被批判。因此,这一命题实际上也就是内幕交易制度的整体性重构,需要确定一个更加契合金融市场内幕交易本质、更具涵摄力和更契合我国实际的价值目标。公平竞争何以担此重任?理由有四:

第一,金融市场上内幕交易本质上都是一种滥用信息优势的不公平竞争行为。正如2014年欧盟MAR将所有金融工具都纳入内幕交易规制范畴时指出,内幕交易作为市场滥用行为,其本质在于“因获取内幕信息而具有的不公平优势,有损不知情第三方,且有损金融市场诚信和投资者信心”。^⑥在内幕交易制度拓展背景下,相比传统归责原则对内幕交易的定性和以内幕信息为中心的循环定义,不公平竞争的行为定性可能更为准确。

第二,美国和欧盟的内幕交易规制模式都有一定局限性。一方面,在立法缺乏明确定义和禁止的情况下,美国内幕交易规制制度缺乏正义,因为刑事制裁的公示不足而SEC却滥用自由裁量权;缺乏一致性,因为SEC从信息平等性角度进行规则制定和追诉活动,而司法机关仍遵循反欺诈的立法逻辑;还缺乏合理性,因为诸多不确定性贬损了本应达成的价值目标。^⑦另一方面,欧盟的内幕交易规范体系越来越受到各国(包括美国)的认可^⑧,但不宜因此将立法理念从反欺诈转变为市场诚信,更不宜以后者为唯一立法目的。^⑨原因在于反欺诈与市场诚信乃一体两面,市场诚信需通过反欺诈实现,反欺诈也蕴含市场诚信的基本品格;区别在于反欺诈侧重对内幕

交易的否定性评价,市场诚信则强调对规制的正面价值指引。然而反欺诈作为否定性立法目的,过于具体而指引功能不足;而指引功能强大的市场诚信价值却过于抽象,足以作为所有涉及市场经济建设的法律价值目标,但无法为内幕交易规制提供更具体的价值指引,反而可能强化其中的泛道德化倾向,引发合法性危机。^⑤

第三,以公平竞争为反欺诈与市场诚信之间的价值桥梁,能充分赋予内幕交易制度统一化规制和差异化观照能力。内幕交易规制的关键不在于内幕信息的法教义学明晰,而在于信息取用是否影响公平竞争秩序。公平竞争比反欺诈更具价值指引功能,比市场诚信更具体,能统领和补强信义义务、私取理论等各归责原则;在信义义务等归责原则无法适用时,其能作为一般条款进行兜底评价。以此能破解“现货-衍生品”和“证券-期货”二分思维的结构缺陷,更有效应对歧视性数据销售等2.0版内幕交易。^⑥同时,它又能以无损公平竞争秩序为标准,豁免正当的内幕交易,实现对各产品和市场的差异化观照。

第四,公平竞争的价值锚定更契合中国实际。首先,中国缺乏欧美内幕交易规制体系的制度土壤。一方面,同样采用“证券-期货”分别立法模式的美国,之所以能够将内幕交易规制拓展到期权、债券和CDS,很大程度上源于司法判例对欺诈、信义义务和证券三个核心概念的塑形。但是,中国并不具备类似的判例法传统。另一方面,欧盟围绕金融工具和市场滥用概念实现了全金融市场内幕交易规范体系的统一化,这得益于欧盟法律一体化的法制基础。但是,短期内中国不具备类似的金融统一法制基础,证券和期货分立立法模式将长期持续。更重要的是,对欧美经验的碎片化参考和逻辑混用,已使得中国的内幕交易制度庞杂、缺乏一致性甚至是合法性。其次,建设统一开放、竞争有序的市场体系和强化竞争政策基础地位,也是新时代加快完善中国社会主义市场经济体制的基本共识。最后,依托公平竞争的价值共识和竞争法的法制基础,公平竞争进路的改革难度和成本较小。相反,权宜之计容易累积为碎片化规定的庞杂体系,路径依赖产生的规

则矛盾、真空和重叠很可能加重改革难度和成本。

以公平竞争为内幕交易规制的核心价值取向,最难的可能是思维变革。因为它似乎涉及到视角转换问题,即投资者何以成了经营者,谁又是消费者。但是,实际上竞争法保护的是竞争而不是竞争者。价值取向的变化使得其适用范围早已超越了竞争关系。过去学界过于强调股票投资者“弱且愚”的属性,强调金融消费者权益保护,一定程度上忽视了投资者的义务及其逐利性,忽视了其内幕交易对金融市场竞争秩序的破坏。由于机构投资者的经营者属性更强,这一视角转换还能回应内幕交易规制是否适用于债券市场“王者间的游戏”的问题。

(二)顶层设计:以“公平竞争”引领内幕交易规则的统一化

第一,明确以公平竞争为金融立法目标。“金融稳定不能以牺牲竞争为代价”的理念已渐成国际共识,尤其是在金融科技时代。^⑦为落实竞争政策的基础地位和建设统一开放、竞争有序的金融市场体系,我国也应适时在《证券法》《中国人民银行法》《证券投资基金法》以及未来的《期货法》乃至“金融统一法”等法律中,将维护和促进市场公平竞争秩序明确为立法目标。由此,方能奠定以公平竞争引领内幕交易制度统一化的价值基础。

第二,明确权力职责,落实金融监管部门的竞争执法权。金融体制改革顶层设计中嵌入竞争监管向度也渐成国际趋势。比如英国《金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act)第1B条将“为消费者利益促进有效竞争”作为金融行为监管局(FCA)三大操作目标之一,其中包括确保监管规则“使金融市场竞争蓬勃”。自2015年获得竞争执法权的FCA,已在维护和促进金融市场竞争方面表现出独到优势。^⑧我国《银行业监督管理法》将保护公平竞争和提高竞争能力作为监管目标,对银行业竞争执法权配置和竞争制度建设都起到重要作用。鉴于《反不正当竞争法》第4条允许对行业监管者授予竞争执法权,我国应当在其它基础法律中也明确赋予金融监管部门“尽合理可能维护和促进市场公平竞争秩序”的竞争执法职权。

第三,完善法律法规,逐步实现内幕交易制度的

统合性立法。具体包括:(1)尽快在《CRM试点规则》和沪深交易所CPT试点规则中,明确相关内幕交易本质上有害公平竞争,应予规制;(2)在《标准化债权类资产认定规则》的基础上,由各金融监管机构联合出台相关内幕交易的规范性文件,将执法权统一交由证监会行使;(3)适时扩大《期货交易管理条例》和《期货法》中期货的范畴,将CRM等信用衍生品纳入其中,进而将其纳入期货内幕交易规制的轨道;(4)尽可能在现行和未来的内幕交易规范中明确金融市场内幕交易有害公平竞争,市场主体间的免责协议无法排除内幕交易规制;(5)适时按照公平竞争进路,由国务院参照欧盟MAR,制定适用于全金融市场的《反内幕交易条例》,将执法权统一交由证监会行使;(6)适时修改《刑法》第180条,将利用内幕信息从事“证券、期货交易”改为从事“金融(产品)交易”,并通过司法解释为不同金融产品设置不同的入刑门槛和刑事责任;(7)总结经验,为未来的“金融统一法”确立基本框架。

第四,关注集中豁免,实现合理的差异化规制。通过类似于举证责任倒置的做法,将焦点由“该不该规制”转为“该不该豁免”,促使市场积极主动地与监管部门沟通,扭转内幕交易规制延伸适用的被动局势,驱除信息规制扩张引发的信息生态受损之忧。具言之:(1)明确豁免标准和程序。对于确实不应适用内幕交易规范的产品,及形式上构成内幕交易但实质上无损公平竞争的行为,进行论证后由监管部门确认其正当性并予以豁免。(2)市场主体认为相关产品和行为不应受内幕交易规制的,可向监管部门提出豁免请求并说明理由。在监管部门作出最终豁免认定前可享受有条件豁免,明显违法和不合理的除外。(3)豁免认定应注意对公有制因素的合理考量,还应避免沦为经济学成本效益的选择性论证。

(三)差异化规制:内幕交易规范的要件调适

1. 主体识别:以所有内幕信息知情人为原则,专注集中豁免

第一,对于做市商和中央对手方而言,应以无损公平竞争和市场诚信为界,确认二者持有内幕信息履行做市和清算义务的合法性。但这并不意味着二者

可以滥用所掌握的内幕信息,因为二者内含价格撮合者与自营交易者集于一身的利益冲突。如欧盟就明确,对二者的保护不包括“抢跑”等MAR明确禁止的各项行为。

第二,对于债权人委员会成员而言,由于剩余索取权的经济价值很大程度受破产企业走向影响,而且对信息非常敏感,债权人委员会成员只要是不正当地取用这些信息进行债券市场交易,就会破坏市场公平竞争秩序,就应当纳入内幕交易规制范畴。

第三,对于交易CRM等信用衍生品的银行而言,作为债权人应当被允许进行风险对冲,但一旦它利用了内幕信息,不确定的风险对冲就成了确定性的损失转移,竞争行为的不正当性明显;如涉及超额购买,该行为的性质和影响更为恶劣。因此,银行不应该被豁免。

2. 统一内幕信息规定并增加债券市场维度

一方面,坚持以市场价格为导向统一内幕信息规定:(1)将《利用未公开信息交易司法解释》第一条第三款“影响证券、期货交易活动”的兜底条款,修改为“影响证券、期货交易价格”;(2)未公开性方面,参照欧盟MAR的做法,在《利用未公开信息交易司法解释》第3条“违反规定”的基础上,将“市场规则、行业惯例、合同约定”纳入评判依据;(3)适时取消《刑法》和《证券法》等法律对内幕信息与其他未公开信息的区分。

另一方面,增加债券及其衍生品的维度:(1)在标准化债权类资产内幕交易的规范性文件中,明确将依照法律法规、市场规则、行业惯例和合同约定应当予以披露和备案的信息均定性为内幕信息。(2)明确《CRM试点规则》中的“内幕消息”包含狭义的内幕信息与内幕信息以外的未公开信息,并超越“证券-期货”二分思维,列举主要的信息类型。其中应增加破产重组过程中的非公开信息、宏观金融经济政策和数据、信贷过程中银行掌握的债务人重大信息、无风险利率和流动性溢价等基本面和交易面信息。(3)同理,在沪深交易所各项CPT规则中增加内幕信息规定。(4)鉴于《证券法》第80、81条规定内幕信息的兜底认定必须通过证监会“规定”的方式进行,我国应当参照MAR第7.5条关于非详尽性内幕信息清单的

做法^⑧,针对债券及其衍生品的市场特殊性发布非详尽内幕信息清单,并在充分征求意见基础上对有争议的信息类型予以澄清。(5)在重大性判断标准,即信息公开导致证券市场价格变化的幅度方面,德国证券交易所给出的参考阈值是股票为5%,其他固定收益类证券1.5%。^⑨鉴于债券及其衍生品交易大额、微利和流动性不足等特点,我国也可参照该标准予以量化。

3. 行为监管:围绕询价制开展债券市场的信息规制

询价应当遵循严格的条件和程序:(1)询价前评估。披露方应当在询价前明确评估询价是否会涉及内幕信息的披露,并对评估结论和相关理据做好书面记录。该义务适用于整个询价过程中的每一次信息披露。询价方应在每一次披露后做好记录更新。(2)取得同意与告知义务。询价方在披露信息前应取得被询价方接收内幕信息的同意,并告知其一旦接收内幕信息就负有保密义务,不得直接或间接地利用或试图利用相关内幕信息、使用自己或他人账户交易相关金融产品,包括不得变动其原有订单。(3)记录并妥善保管。对询价对象的身份及其知情同意、义务告知内容和所披露内幕信息都应进行书面记录,并至少妥善保管五年备查。(4)当非公开信息不再是内幕信息时,应及时告知询价对象。在遵守相关条件和程序的情况下,询价过程中的信息(包括非公开信息)披露应被视为个人正常的履职行为,不具非法性。

同时,为实现有效规制,询价过程中的告知、信息披露和记录义务的法律性质应当是强制性义务,而非市场主体为自我保护而可选择适用的避风港规则;时间范围上始于早期的试水阶段,终于交易正式公布一段合理时间后;主体范围不仅适用于银行等金融机构,也适用于公司等各类发行人;地域范围方面,相关义务应同样适用于在我国境内发行、申请发行和持有相关债券的所有主体,包括注册地在境外的市场主体。^⑩此种革新能消弭“或披露或戒绝交易”的股市二元思维与询价制的冲突,强化监管部门的信息掌握能力,提供可行的正当性判断标准,为市场主体提供更确定的自我保护准则。^⑪

注释:

① See Su E. COVID-19 and corporate debt market Stress [EB/OL].[2020-11-24]. <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IN/IN11275>.

② See Yadav Y. Insider trading in derivatives markets[J]. Georgetown Law Journal, 2015, 103(2): 385.

③ 参见刘升华.我国银行间债券市场丙类账户监管问题研究[J].南方金融,2013,(2):67-69.

④ 参见张子学.浅析债券市场内幕交易的规制[J].证券法苑,2012,6(1):184-205.鉴于债券内幕交易与信用衍生品内幕交易的等价性和跨市场特征,本文沿用了张子学教授文中的理念,将债券及其衍生品一并纳入债券市场的范畴,以期实现内幕交易规制统一化。

⑤ 参见鲍晓晔.我国场外衍生品市场监管模式的困境与改革[J].求索,2015,(11):104.

⑥ 参见张宇哲,郭楠.中国铁物主承被疑内幕交易农行否认[EB/OL].[2020-11-24].<http://finance.caixin.com/2016-04-30/100938727.html>.

⑦ 参见李安安.股债融合论:公司法贯通式改革的一个解释框架[J].环球法律评论,2019,41(4):39-49.

⑧ 参见上海证券交易所.债券技术:创新与发展[M].上海:上海人民出版社,2013:24.

⑨ 参见金永军,赵敏,刘斌.债券只适合场外交易吗?[J].证券市场导报,2011,(7):62-69.

⑩ See Yoon F. 'Market-sounding' of Chinese bond deals raises governance issues[EB/OL].[2020-11-24].<https://www.reuters.com/article/bonds-market-sounding/market-sounding-of-chinese-bond-dealsraises-governance-issues-idUSL4N1CI35A>.

⑪ See Gunter F. Inside information in bank lending and the European insider directive[R]. Discussion Papers, Series II 97, University of Konstanz, Collaborative Research Centre(SFB)178 "Internationalization of the Economy", 1989.

⑫ See Levene D B. Credit default swaps and insider trading [J]. Virginia Law and Business Review, 2012, 7(2): 231-300. Yadav Y. Insider trading in derivatives markets[J]. Georgetown Law Journal, 2015, 103(2): 385.

⑬ See Dolgoplov S. Insider trading, informed trading, and market making: liquidity of securities markets in the zero-sum game[J]. William & Mary Business Law Review, 2012, 3(1): 32.

⑭ 参见张子学.浅析债券市场内幕交易的规制[J].证券法苑,2012,6(1):213.刘成坤.金融衍生品内幕交易问题研究[M].北京:法律出版社,2018:147-151.范黎红.信用违约互换(CDS)

市场内幕交易的法律规制[J]. 证券市场导报, 2019, (8): 64.

⑮ See Langevoort D C. Insider trading: regulation, enforcement, and prevention[M]. Thomson/West, 2008: 3.23-3.25.

⑯ 参见刘成坤. 金融衍生品内幕交易问题研究[M]. 北京: 法律出版社, 2018: 142-145.

⑰ See Pitt L H, Groskaufmanis K A. A tale of two instruments: insider trading in non-equity securities[J]. Business Lawyer, 1993, 49(1): 212.

⑱ See Reiser A. Should insider trading in credit default swap markets be regulated? The landmark significance of S. E. C. v. Rorech[J]. Depaul Business & Commercial Law Journal, 2011, 9(4): 531-554.

⑲ 同注⑰。

⑳ See Pengra R R. Insider trading, debt securities, and rule 10b-5: evaluating the fiduciary relationship[J]. New York University Law Review, 1992, 67(6): 1355. Reiser A. Should insider trading in credit default swap markets be regulated? the landmark significance of S. E. C. v. Rorech[J]. Depaul Business & Commercial Law Journal, 2011, 9(4): 552-553.

㉑ 同注⑱。

㉒ 参见吕成龙. 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[J]. 清华法学, 2017, 11(4): 157-176.

㉓ 参见赵姗姗. 法益视角下证券内幕交易罪主体范围的规范构造[J]. 政治与法律, 2018, (10): 43-56.

㉔ 参见洪艳蓉. 《证券法(三审稿)》债券规则评析[J]. 中国法律评论, 2019, (4): 140-149.

㉕ 参见萧鑫. 证券做市交易与市场操纵的界分[J]. 比较法研究, 2019, (1): 187-200.

㉖ See Brickley P. Bondholders accuse LBI, HPS of insider trading in debt[N/OL]. Wall Street Journal, 2019-03-19[2020-11-26]. <https://www.wsj.com/articles/bondholders-accuse-lbi-hps-of-insider-trading-in-debt-11553026256>.

㉗ See Verstein A. Insider trading: are insolvent firms different[J]. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, 2018, 13(1): 53-86.

㉘ See Verstein A. Crypto assets and insider trading law's domain[J]. Iowa Law Review, 2019, 105(1): 51.

㉙ See Yadav Y. Insider trading in derivatives markets[J]. Georgetown Law Journal, 2015, 103(2): 427-428.

㉚ See CFTC. CFTC Charges block trade broker with insider trading[EB/OL].[2020-11-24]. <https://cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7811-18>.

㉛ See Verstein A. Insider trading in commodities markets[J]. Virginia Law Review, 2016, 102(2): 499.

㉜ See Barbanel J. After Amazon HQ2, uproar in New York over real estate 'insider trading'. the proposed legislation would prohibit people from buying or selling real estate based on any nonpublic government action[N/OL]. 2018-12-03[2020-11-26]. <https://www.wsj.com/articles/state-senator-proposes-law-to-ban-real-estate-deals-based-on-nonpublic-information-1543842000>.

㉝ Market Abuse Regulation, recitals, para. 23.

㉞ See Anderson P J. Insider trading: law, ethics, and reform[M]. Cambridge University Press, 2018: 88-117.

㉟ See Fisher D. U.S. falling behind Europe on insider trading law, Rakoff Says[N/OL]. Wall Street Journal, 2017-03-01[2020-11-26]. <https://www.forbes.com/sites/danielfisher/2017/03/01/u-s-falling-behind-europe-on-insider-trading-law-rakoff-says/?sh=6aeb8b827bfd>.

㊱ 参见曹理. 证券内幕交易构成要件比较研究[M]. 北京: 法律出版社, 2016: 379-381, 387-394.

㊲ See Perrone A. EU market abuse regulation: the puzzle of enforcement[J]. European Business Organization Law Review, 2020, 21: 379-392.

㊳ See Angel J J, McCabe M D. Insider trading 2.0? The ethics of information sales[J]. Journal of Business Ethics, 2017, 147(4): 747-760.

㊴ See Competition Bureau Canada. Technology-led innovation in the Canadian financial services sector: A market study[R]. Ottawa, 2017: 67.

㊵ See Deb J. The FCA's competition powers[EB/OL].[2020-11-24]. <https://www.fca.org.uk/news/speeches/fca%E2%80%99sc-competition-powers>.

㊶ ESMA, Guidelines on MAR—Information Relating to Commodity Derivatives Markets or Related Spot Markets for The Purpose of The Definition of Inside Information on Commodity Derivatives, ESMA/2016/1412.

㊷ See Alexander R C H. Insider dealing and money laundering in the EU: law and regulation[M]. Routledge, 2016: 101.

㊸ See Amélie L. MAR market sounding: optional safe harbour or compulsory rule[J]. International Financial Law Review, 2018, (1): 1-4.

㊹ See Green J, Torrens E. The European market abuse regulation: MAR ado about everything[J]. Journal of Investment Compliance, 2016, 17(2): 2, 5.