

内幕交易抗辩事由：实证分析与法律规制

齐 萌 刘 博*

内容提要：内幕交易的抗辩事由是指当事人提出的不符合内幕交易构成要件或者可以减轻、免除责任的事由。除了内幕交易的可独立抗辩事由之外，内幕交易行为人还提出了种类繁杂的不可独立抗辩事由。中国证监会为了证明和说理的需要，承担着一一定的辩驳压力。通过对比国外关于可独立抗辩事由的监管制度、观察中国证监会 2004 年至 2020 年对内幕交易作出的行政处罚案例并进行实证分析，可以归纳出实践中当事人提出的抗辩事由的具体形态，总结其抗辩效力、判断因素，并探寻内幕交易证券执法所存在问题，为证监会提供应对思路。此外，结合实证研究的结果，针对证监会内幕交易监管所遇到的困境和不足，建议细化可独立抗辩事由的适用规定、建立典型案例公布制度、明确证券执法证明标准和推定规则、提高听证程序的合规性。

关键词：内幕交易 内幕交易抗辩事由 证监会 行政处罚

一、问题的提出

2020 年 12 月 28 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）对轰动市场的“新开普公司被蚂蚁金服收购”一案作出行政处罚，认为马明海和李晖利用新开普公司被蚂蚁金服收购的内幕信息交易相关股票的行为构成内幕交易，当事人对其在敏感期间密切联系的解释自相矛盾。当事人曾辩称其交易基于独立分析判断并符合以往交易习惯。但是，证监会结合当事人的交易时间、通话记录、资金来源、买卖时点等多方面因素认为其交易不具备合法性。^{〔1〕}自 2004 年以来，证监会因内幕交易已经处罚了 615 位当事人，其中 56% 的当事人在处罚中提出了抗辩事由。由此可见，内幕交易抗辩在证券执法实践中已较为常见，但长期以来我国内幕交易抗辩制度

* 齐萌，上海政法学院国际法学院副教授；刘博，上海政法学院国际法学院硕士研究生。

本文为国家社科基金一般项目“公司债券违约市场化处置机制研究”（19BFX154）的阶段性成果。

〔1〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（马明海、李晖）》（证监罚字〔2020〕6 号）。

的理论研究却滞后于证券执法现状。

内幕交易是严重危害证券市场健康发展的恶性毒瘤，世界各国均将其作为重点打击对象，同时又将证券市场执法、司法实践中违法阻却性较为显著或行业公认较为可信的抗辩事由予以立法确认。自新《证券法》实施以来，我国加大了对内幕交易的监管和处罚力度，然而针对抗辩事由的规定却相对空白。当前的立法状况未涵盖所有可能出现的抗辩事由，导致证监会的执法实践依据匮乏。^{〔2〕}因此，如何优化抗辩事由法律制度便是未来证券监管的重点和热点话题。

根据抗辩事由的提出是否可以独立阻却违法性，抗辩事由可以分为可独立抗辩事由（也可被称为“法定抗辩事由”）和不可独立抗辩事由。前者是指法律明确规定当事人具有抗辩权利的事项，只要当事人对抗辩事由提供了充分且合理的证据，那么便可以产生内幕交易违法阻却性。而后者是指非经法律确认，当事人根据自身的交易状况提出的抗辩事由，这种事由的抗辩效力需考察当事人的举证情况并结合交易的时间、习惯、金额、接触内幕交易的可能性等因素综合判断。在起初阶段，世界大多数法域的立法都采用“知悉说”^{〔3〕}来认定行为人是否构成内幕交易，但这也使得监管机构打击范围过于宽广，从而将部分仅“知悉”内幕信息，却与其无关的合法交易行为列入了打击范围，因此不利于证券监管的精准执法。为了提高打击内幕交易的精准度，当今世界主要法域的立法均增添了抗辩事由来区分合法交易行为与内幕交易行为，从而转向了“修正知悉说”。^{〔4〕}目前，该学说已经影响了世界上诸多国家和地区，其也被应用到证券立法中作为内幕交易抗辩制度的渊源。比如，美国证券交易委员会（以下简称“SEC”）的 10b5-1 规则给予实施预定交易计划的人免责抗辩的机会。当行为人证明其具有抗辩事由所规定的情形时，其交易的依据就不属于重大非公开信息，其也并未违反对于发行人及其股东等其他内幕消息知情者所负有的忠实或保密义务。此外，欧盟在《市场滥用条例》的序言中、澳大利亚在《2001 年公司法》第 1043B—1043L 条、新西兰在《1988 年证券市场法》第 9D 条和 10C 条、英国在《市场行为准则》第 1.3 条和 1.4 条、日本在《金融商品交易法》第 166 条、南非在《金融服务法》第 73 条、我国香港地区在《证券及期货条例》第 271 条都通过立法建立了内幕交易抗辩制度。虽然中国台湾地区在 2010 年的“证券交易法”修订之时未将内幕交易抗辩制度予以通过，但是在实践中已经承认内幕交易的抗辩事由。比如，我国台湾地区台北地方法院 95 年度重诉字第 9 号刑事判决书中支持了被告“执行预先订立的交易计划”的抗辩理由。由此可见，内幕交易的抗辩制度在世界主要法域的证券法中均已建立。

2012 年 3 月公布的《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》（以下简称《内幕交易司法解释》）第 4 条规定的抗辩事由包括：（1）持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然人、法人或者其他组织收购该上市公司股份的；（2）按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券、期货交易的；（3）依据已被他人披露的信息而交易的；（4）交易具有其他正当理由或者正当信息来源的。《内幕交易司法解释》第 4 条同时将上市公司收购、依据公开信息进行交易等正当市场行为作为内幕交

〔2〕 参见蔡奕：《内幕交易特殊行为的形态分析》，载《证券法苑》2011 年第 2 期。

〔3〕 “知悉说”认为行为人知悉了内幕信息，并实施了相关证券的交易行为，便构成内幕交易行为。

〔4〕 中国、日本、美国、澳大利亚等国家均采用了“修正知悉说”的观点。虽然欧盟和英国的立法明确了“利用说”的观点，即行为人“知悉”内幕信息后，还要求当事人“利用”了内幕信息，但是“利用”行为较难取证，因此在行政执法和司法领域，仍偏向“修正知悉说”的观点。

易的可独立抗辩理由,但当前正当市场行为的豁免条款不能满足我国证券市场国际化建设的需要。

从已有的文献来看,现有的研究主要集中在以下几个方面:其一,从制度供给的角度,借鉴境外的制度和经验;^{〔5〕}其二,针对内幕交易可独立抗辩事由进行研究,比如,预定交易计划、^{〔6〕}正当市场行为(如股份回购制度、^{〔7〕}安定操作^{〔8〕}等);其三,在探讨其他内幕交易基本问题时涉及抗辩法律制度的问题与完善^{〔9〕}。从不可独立抗辩事由的法律规制角度进行系统研究较为罕见。法律修订具有滞后性,列举式立法模式无法穷尽内幕交易者所提出的种类繁杂的抗辩事由,而且我国证券监管机构执法水平的局限性导致其很难在实务中适用抽象、笼统的独立抗辩事由的兜底条款,因此,实践中出现了内幕交易的不可独立抗辩事由“泛滥”的态势。^{〔10〕}

内幕交易隐蔽性较强,很难找到直接证据证明违法者“知悉”内幕信息,并从事相关证券交易,因此证监会通常结合当事人通话记录、交易金额、时间、习惯等多种间接证据形成一套相互印证的证据链来推定当事人行为构成内幕交易。为了保证这种证据链的相互印证和有效性,证监会需要不停地反驳法律法规未予明示又难属于抗辩事由的“狡辩”。一方面,不可独立抗辩事由的“泛滥”会强化和从反面激励行为人的违法动机,并大幅度增加监管机构的监管成本,让监管机构陷入无止境的反驳和证明当中,从而降低监管机构的执法效率,妨碍社会公众判断合法和违法行为的界限。另一方面,囿于我国证券行政执法依据匮乏和理论研究的滞后,证监会在辩驳当事人抗辩之时缺乏说服力的情况时有发生,不仅使其常遭受滥用自由裁量权的指责,也未能使当事人诚心伏法,进而引发更多的行政诉讼。这就急需对内幕交易抗辩事由进行较为系统的研究,从而为证券监管提出完善建议。

鉴于此,本文从域外可独立抗辩事由的监管制度和我国的行政监管实践出发,梳理和总结证监会行政处罚决定书所提及的可独立抗辩事由和不可独立抗辩事由,通过观察实践中当事人的抗辩理由,归纳其主要形态、效力或需考虑因素,为证监会应对不可独立抗辩事由“泛滥”的执法实践提出法治建议,为理论研究和制度完善提供滋养。

〔5〕 参见曾洋:《证券内幕交易的“利用要件”》,载《环球法律评论》2013年第6期;夏雅丽、李婧:《论内幕交易主观要件的认定》,载《青岛行政学院学报》2012年第6期;曹理:《证券内幕交易构成要件比较研究》,法律出版社2016年版,第135页。

〔6〕 参见楼秋然:《作为内幕交易责任阻却事由的预定交易计划:问题及其补救》,载《证券法苑》第26卷,法律出版社2019年版,第251-272页;齐萌:《内幕交易中的预定交易计划抗辩事由研究》,载《财经科学》2016年第9期;刘成埔:《内幕交易免责抗辩事由之探讨》,载《铭传大学法学论丛》2011年第15期;Stanley Veliotis, Rule 10b5-1 Trading Plans and Insiders' Incentive to Misrepresent, 47 *American Business Law Journal*, 313 (2010); Jesse M. Fried, Insider Abstention, 113 *Yale Law Journal*, 491 (2003)。

〔7〕 参见朱庆:《论股份回购与操纵市场的关联及其规制》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2012年第3期;朱庆:《上市公司股份回购中操纵市场行为认定与豁免探讨》,载《证券市场导报》2015年第4期;Matthew J. Gardella, New SEC Rules for Stock Repurchases, 18 *Insights*, 19 (2004)。

〔8〕 参见蓝威:《论操纵证券交易价格的抗辩事由——以安定操作抗辩为中心》,载《价格理论与实践》2014年第6期;张保华、李晓斌:《欧盟关于市场操纵行为的监管与立法实践》,载《证券市场导报》2005年第1期;程啸:《论操纵市场行为及其民事赔偿责任》,载《法律科学(西北政法学院学报)》2001年第4期;Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, pp. 89-117。

〔9〕 参见顾功耘:《证券交易异常情况处置的制度完善》,载《中国法学》2012年第2期;刘宪权:《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》,载《法学家》2012年第5期;曾洋:《证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开》,载《中国法学》2014年第2期;李激汉:《新〈证券法〉下内幕交易主体范围确定之构想》,载《北方法学》2020年第6期。

〔10〕 参见前引〔2〕,蔡奕文。

二、我国内幕交易抗辩制度的实践现状

（一）样本选择和说明

目前我国证券市场内幕交易行为监管体制主要由新修订的《证券法》《内幕交易司法解释》和最高人民法院发布的《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》（以下简称《纪要》）三部规范构成。本文搜集了2004年到2020年之间，证监会公布的涉及内幕交易的行政处罚案例，共382件。通过对这些案例的研究，试图揭示证监会对内幕交易的执法监管实践，而且可以清晰地看出，当事人提出不可独立抗辩事由的典型的类型，也由此展现出内幕交易抗辩事由制度存在的理论和实践问题。此外，之所以选择将证监会的行政处罚决定书作为实证研究的主要样本，主要基于证监会的行政执法在构建我国内幕交易监管法律制度方面具有其他手段不可比拟的作用，行政处罚也是目前实践中对内幕交易行为人最重要的打击手段。^{〔11〕}同时，专业监管机构在行政处罚中对法律的适用和解释，在某种程度上会得到司法机关的尊重。^{〔12〕}

（二）实践样态的基本情况

1. 样本期间和数量

本文共收集了证监会从2004年至2020年对内幕交易作出的382份行政处罚决定书。^{〔13〕}其中，2004年2件，2005年和2006年0件，2007年1件，2008年3件，2009年6件，2010年12件，2011年10件，2012年14件，2013年36件，2014年47件，2015年11件，2016年53件，2017年35件，2018年48件，2019年60件，2020年44件。由此可以看出，证监会内幕交易行政处罚的数量呈现波浪式上涨的趋势。（如图1所示）。

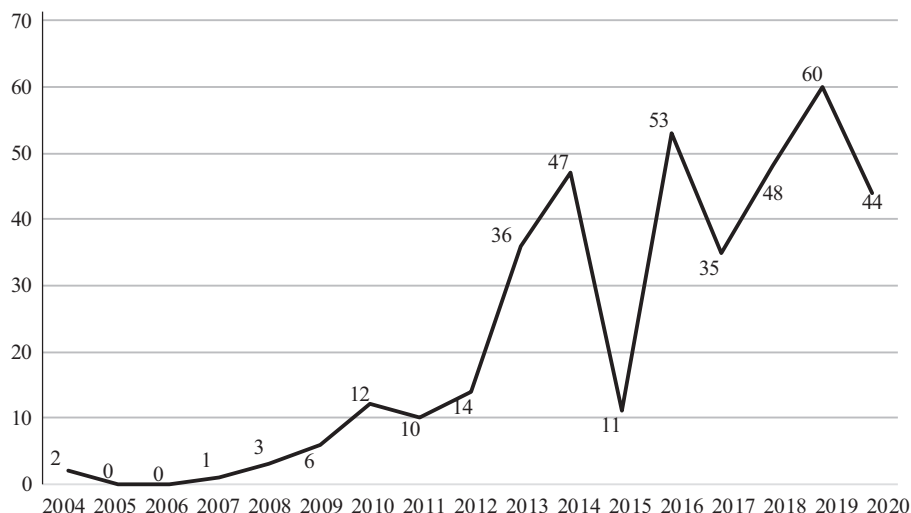


图1 内幕交易行政处罚概览（2004—2020）

〔11〕 参见蔡奕：《我国证券市场内幕交易的法学实证分析——来自31起内幕交易成案的统计分析》，载《证券市场导报》2011年第7期。

〔12〕 参见彭冰：《内幕交易行政处罚案例初步研究》，载《证券法苑》第3卷，法律出版社2010年版，第88页。

〔13〕 我国内幕交易行政处罚案例主要集中于证监会，各地证监局所作出的行政处罚案例极少，故本文所统计的案例只包括证监会官网公布的案例，不包含各地证监局的处罚案例。

2. 抗辩比例和人数

在本文统计的 382 个案件当中,共涉及 615 人次,其中提出抗辩的有 347 人次,占比为 56%;未提出抗辩的有 268 人次,占比 44% (如图 2 所示)。可以看出,当事人提出抗辩的比例要高于未提出抗辩的人数比例。究其未抗辩的原因可能在于:其一,当事人确实从事了内幕交易,甘愿受罚;其二,当事人并不知晓自己具有抗辩权;其三,行政处罚数额不大,当事人对此并不在乎。

3. 抗辩事由的类型和比例

从 382 份证监会的行政处罚决定书中可以发现,当事人提出的抗辩事由五花八门,类型各异,归纳起来主要包括以下八种:其一,独立分析判断。此种类型是当事人提出最多的,共有 90 人次采用该抗辩,占比为 35%。其二,违法情节轻微。该种抗辩理由共有 60 人次提出,占比 23%。其共包括两种子类型,分别是获利颇少或亏损与社会危害性较小。前者共有 41 人次提出,占比 16%;后者共有 19 人次提出,占比 7%。其三,依据公开信息进行

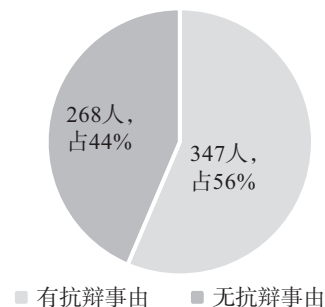


图2 抗辩比例和人数

行交易。该类型有 46 人次提出,占比 18%。其四,符合以往交易习惯。该抗辩事由共有 32 人次提出,占比 12%。其五,法律认识错误。该种抗辩事由共有 14 人次提出,占比 5%。其六,纯属巧合或偶然。该种抗辩事由共有 11 人次提出,占比 4%。其七,依据预定交易计划。该种抗辩事由共有 6 人次提出,占比 2%。其八,已过追诉时效。该种抗辩事由共有 2 人次提出,占比 1%。

其中,依据公开信息进行交易、依据预定交易计划、已过追诉时效属于可独立抗辩事由,共占 21%,而独立分析判断、违法情节轻微、符合以往交易习惯、法律认识错误、纯属巧合或偶然为不可独立抗辩事由,占比 79%。由此可知,在内幕交易执法实践中我国内幕交易抗辩事由总体朝着不可独立抗辩事由的方向发展。

抗辩事由的类型及所占比例请参见图 3。

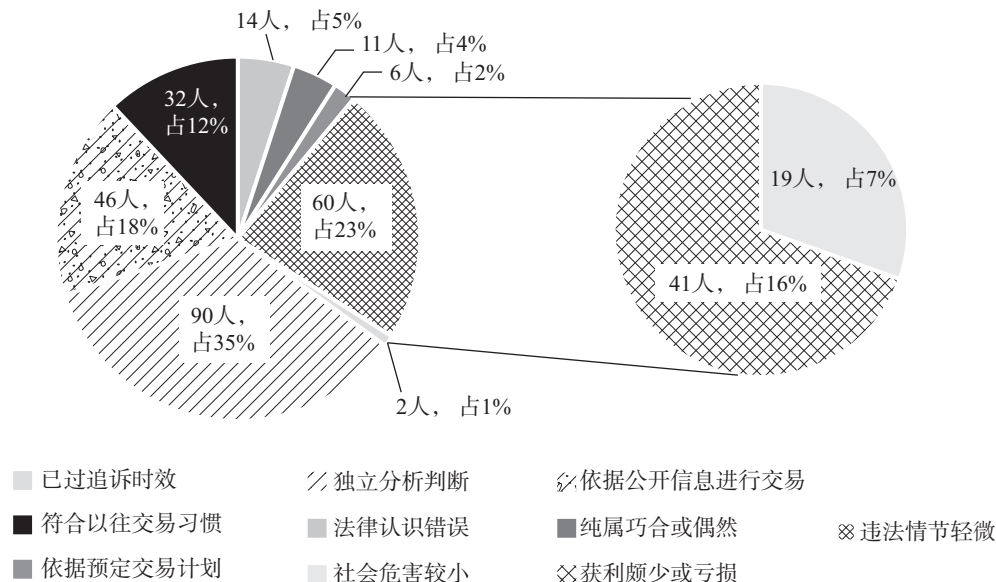


图3 抗辩事由的类型和比例

三、内幕交易可独立抗辩事由立法例比较与反思

（一）预定交易计划

预定交易计划是指在知悉内幕信息之前，将有价证券交易时间、数量、单价等标的要素通过合同、指示或者书面计划的方式制定的交易行为，该行为与内幕信息无关，因此不属于内幕交易行为。美国 SEC 在 10b5-1 (C) 规则中确立了该项抗辩事由。SEC 同时也制定严格的细则来防止预定交易计划条款被滥用。第一，如果当事人任意改变标的的要素便不可再运用此抗辩事由。第二，交易计划的内容必须包含书面演算公式或电脑程序。第三，除非在未知悉内幕信息之时，否则不允许任何人对该交易计划产生影响。第四，交易计划必须符合诚实信用原则或非出于规避监管的目的。^{〔14〕} 在参考美国规定的基础上，我国香港地区《证券及期货条例》第 271 条第 9 款规定了预定交易计划，并在 273 条规定当事人若在知悉内幕信息之前已经获得买入或卖出相关股票或者衍生工具的期权，不得因其交易该等股票而视为内幕交易行为。相比之下，日本《金融商品交易法》第 166 条第 6 款对预定交易计划的例外情形规定更为细致，即在知道重要事实之前就已经签订合同，因履行该合同而进行的证券交易，如法定条件下信用交易的相反买卖，依照持股计划、委托证券公司所进行的共同收购行为等。^{〔15〕} 而反观我国《内幕交易司法解释》所规定的预定交易计划则较为简单，无具体适用条件和限制条款。这种较为原则性、抽象的立法状况不仅导致该条款容易被投机者滥用，也导致证监会易滥用自由裁量权反驳该抗辩事由。

（二）正当市场行为

合法的交易行为是内幕交易可独立的抗辩事由。主要包括以下几种类型：

第一，上市公司收购行为，通常是指以取得目标公司控制权为目的而购买股票的行为，这种行为理应被排除在内幕交易之外。例如，美国 1934 年《证券交易法》第 14e—3 (c) 条规定，证券公司或者收购方的代理人向证券市场的任何人购买目标公司的股票，或者任何人向其出售的行为，均不认为内幕交易行为。此外，英国《市场行为准则》第 1.3.3 (2) 条和欧盟《市场滥用条例》第 9.4 条，中国香港地区《证券及期货条例》第 271 条第 8 款均有规定。

第二，做市商行为，是指证券公司依照客户的报价指令，利用自有资金或者证券与其交易以此赚取利差的行为。^{〔16〕} 通常而言，做市制度有利于证券交易流动性和证券价格稳定，可以促进市场大宗交易的正常开展。英国的《1993 年刑事正义法》《市场行为准则》对该种抗辩制度作出了较为细致的规定。英国的金融服务局提出如下几点来判断做市商交易的合法性：（1）行为人开展做市行为规避风险的程度；（2）行为人是否严格依据了《商业行为准则》；（3）行为人是否以促进市场交易为目的；（4）行为人开展的相关交易与客户是否存在关联，该相关交易是否对相关证券的价格产生了波动，或者是否事前向客户作出了充分的披露，且客户未表示反对；（5）行为

〔14〕 参见前引〔6〕，齐萌文。

〔15〕 参见森田章：《公开公司法论》，中国政法大学出版社 2012 年版，第 351 页。

〔16〕 参见刘道远：《创业板市场强制做市商法律制度研究》，载《河南大学学报（社会科学版）》2011 年第 3 期。

人的交易行为是否为了履行客户的指令。^{〔17〕}

第三,执行客户指令。金融机构在执行客户交易指令之时便具有知悉内幕信息的可能性,而法律禁止的是作出内幕交易决定之人,而非执行交易指令之人。所以,金融机构尽职履行客户交易指令的行为不应当视为内幕交易行为。该抗辩事由在欧盟《市场滥用条例》第9.2(b)条、英国《市场行为准则》第1.3.6条和新西兰《1988年证券市场法》第9D条都予以采纳。此后,英国金融服务局将金融机构的“尽职履行”的标准细化如下:(1)行为人是否遵守《商业行为准则》;(2)是否严格依照客户指令的时间、价格和交易对象开展执行工作;(3)该行为是否以完成客户指令为目的;(4)行为具有合理性且符合正常市场交易的特征;(5)该交易对股票价格无负面影响或已向客户履行信息披露。

第四,安定操作行为。该抗辩事由是指允许行为人在遵守相关规定的情况下,为了稳定股票价格而做出连续买卖。但这也可能在稳定股价的同时短暂地造成市场繁荣假象而误导投资者。^{〔18〕}因此,美国1934年《证券交易法》第9(a)(6)条禁止安定操作行为。而欧盟则认为可以通过调整市场供需平衡缓解市场压力或避免投资者认购新股所导致的股价非理性上涨。故欧盟在《市场滥用条例》第5条第4款将安定操作认定为合法行为,并在《豁免规则》第9条对安定操作作出了进一步限定。

当前,我国内幕交易可独立抗辩事由的立法状况还不能为我国证券市场的发展提供足够的制度保障。随着证券市场的发展和交易机制的完善,我国也需要结合本国国情,并吸取域外证券市场立法经验,考虑开放正当市场行为的修改项目,优化内幕交易监管和抗辩事由法律制度。

四、我国内幕交易抗辩事由的实证分析

(一) 可独立抗辩事由的实证分析

1. 依据公开信息进行交易

依据公开信息进行交易是指行为人根据在一般投资者可以接触到的报刊、网站等媒体上,或者在中国证监会指定的报刊和网站等媒体上披露,或者已经被一般投资者知悉和获取的信息所作的交易。在统计的382个案件当中,有39个案件涉及该种抗辩事由,被46人次提出,其使用频率是仅次于独立分析判断的抗辩事由。根据统计可以看出,当事人提出的公开信息的类型多种多样,主要包括年报、股吧帖子、研究报告、业绩预增报告等。《内幕交易司法解释》第4条第3款规定利用公开信息进行交易是内幕交易的合法抗辩之一。有效的信息传递与公平的信息竞争是资本市场投资者参与金融商品价格发现的市场基础。^{〔19〕}法律并不禁止基于因市场公开信息获取能力差异形成竞争优势而获取金融交易利润,而是禁止滥用信息优势与资本市场信息的经济价值

〔17〕 参见英国《市场行为准则》第1.3.6条。

〔18〕 参见张保华、李晓斌:《欧盟关于市场操纵行为的监管和立法实践》,载《证券市场导报》2005年第1期。

〔19〕 参见谢杰:《利用未公开信息交易罪量刑情节的刑法解释与实践适用——“老鼠仓”抗诉案引发的资本市场犯罪司法解释反思》,载《政治与法律》2015年第7期。

并从价差发现与相关金融交易中获取利益的行为。具体而言，证监会在审查该抗辩事由的适用时，会以以下理由否认此等抗辩：

第一，所依据的公开信息之外不存在独立的内幕信息。在“证监罚字〔2010〕29号”处罚中，虽然当事人称其以粤富华的业绩预增公告作为投资依据，但是证监会认为该理由不能阻断其利用投资分红方案的可能性。首先，未公开的投资分红方案属于内幕信息。证监会明确指出，尽管粤富华公司发出业绩预增公告，但并未切断内部投资分红方案与股票价格波动的关联性，综合考虑投资者对该分红方案的预期以及该分红方案与上市公司股票价格变动的相关程度等因素，投资分红方案在粤富华业绩占有相当大的比重且对投资者判断的影响重大，故也符合内幕信息的“重要性”标准。^{〔20〕}其次，未公开的投资分红方案是影响粤富华业绩预增与粤富华股价变动的主要原因。证监会认为即便当事人依据公开的业绩预增的公告作出交易，但其作为投资分红方案的法定内幕信息知情人，不能够排除其也利用投资分红方案的可能性。

第二，交易行为与行为人所声称依据的公开信息不具有关联性。比如，在“证监罚字〔2012〕24号”处罚中，周晓丹提出依据网络媒体报道的信息交易涉案股票，但实际上该报道既无关于新日投资收购宁夏恒力的内容，也无明确的买入宁夏恒力股票的投资建议。证监会认为周晓丹仅因一篇毫无关联的网络媒体报道就借用他人账户全仓买入涉案股票，且投入资金量是其之前交易的唯一一只股票“民生银行”资金量的7倍多，其辩解缺乏合理依据。^{〔21〕}

第三，交易时间在有可能接触内幕信息之后和内幕信息公开之前。即便内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人员提出了充分的证据证明其在知悉内幕之前便通过市场的公开信息交易涉案证券，也只能证明其在知悉内幕信息之前交易的合法性，并不能够成为其在知悉内幕信息之后仍然交易涉案证券的抗辩事由。^{〔22〕}比如，在“证监罚字〔2017〕36号”处罚中，证监会指出，余伟业在与法定内幕信息知情人接触之后、内幕信息公开之前的时间段内全仓交易“彩虹精华”，并在复牌后全部卖出，交易明显异常，因此余伟业以依据已公开信息进行交易的抗辩理由不能解释其接触内幕信息之后交易涉案证券的不合理性。^{〔23〕}

第四，信息来源不权威、没有较高可信度。行为人所依据的公开信息应当来源于官方或者公认的网站。^{〔24〕}比如，证监会认为依照“股吧”信息进行交易对当事人专业人士的身份而言不具有可信度，因此不能作为依据公开信息进行交易的分析依据。^{〔25〕}

从证监会处理该类抗辩事由的案件来看，我国可独立抗辩事由的解释体系尚未完善。第一，内幕信息的“重大性”没有具体的衡量标准。虽然新《证券法》第80条列举了内幕信息“重大性”的事项，但仍然较为模糊。实践中如何理解“重大性”的标准通常还是由证监会自主裁量。

〔20〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李际滨、黄文峰）》（证监罚字〔2010〕29号）。

〔21〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（肖家守、朱莉丽、周晓丹、肖传健）》（证监罚字〔2012〕24号）。

〔22〕 参见刘宪权：《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》，载《法学家》2012年第5期。

〔23〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（余伟业）》（证监罚字〔2017〕36号）。

〔24〕 证监会官网显示：如果内幕信息在监管部门指定的报刊、网站等媒体上公布，或者在一般投资者能够接触到的全国性报刊、网站等媒体上公布，或者被一般投资者普遍知悉或理解，就可以判定该信息丧失了非公开性。参见《〈证券法〉关于内幕交易认定的法条解读》，载 http://www.csrc.gov.cn/pub/guangdong/xxfw/tzbbfwzx/fwzxcjwtd/201307/t20130710_230496.htm，最后访问时间：2021年7月25日。

〔25〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（岳远斌）》（证监罚字〔2011〕57号）。

这便使得证监会与当事人常因内幕信息“重大性”的界定展开争论。第二,现行立法仍然缺少可独立抗辩事由的适用细则。比如,交易行为与公开信息之间的关联度、二者之间的时间联系等。这容易导致市场投机主体抱有侥幸心理、滥用抗辩事由,同时也徒增证监会的监管和执法成本。

2. 依据预定交易计划

我国《内幕交易司法解释》第4条第2项借鉴了SEC的10b-1规则,将预定交易计划作为可独立抗辩事由。在证监会行政执法实践当中,共有2个案例、6人次提出了该抗辩理由。在预定交易计划的举证和认定时,证监会主要注意以下几个因素:

(1) 当事人所提交的证据是否足以支持该抗辩事由。在“证监罚字〔2011〕57号”处罚中,岳远斌提出买入是按照预定交易计划所作,而证监会认为当事人的该抗辩事由缺乏证据支持。^{〔26〕}

(2) 当事人执行预定交易计划是否基于善意。在“证监罚字〔2013〕59号”处罚中,光大证券等5名当事人认为对冲交易是按照光大证券《策略投资部业务管理制度》的规定和策略投资的原理进行的,符合既定计划的合理性和常识性,但是证监会认为当事人虽然可以按照自身规定实行对冲策略,但是其知悉涉案内幕信息后未向社会公开便进行了交易,并非针对所遇到的风险而进行对冲交易,因此当事人利用预定计划的交易并非基于善意,而是规避法律制裁和法律责任的行为。^{〔27〕}

从该类案件的实证结果来看,我国关于预定交易计划的规定未能满足证券执法的需求。我国《内幕交易司法解释》第4条未规定正当交易行为应当出于善意,而证监会在光大证券一案中,却借鉴美国SEC 10b5-1(C)规则,以5名当事人的交易并非基于善意认定其抗辩不能成立。在此便出现了一个两难境地,即如果证监会严格适用现行预定交易计划的规定,该制度适用规则的空白可能会使违法者侥幸逃脱,但如果借鉴境外法域制度来处理此案,又会使得证监会脱离我国现行立法规范开展行政执法监管,从而扩大证监会自由裁量的空间。因此,一方面,我国现行立法缺乏预定交易计划详细的适用规则导致该条款难以发挥实际效果;另一方面,证监会在行政裁量中临时解释预定交易计划具体适用标准也存在着滥用自由裁量权的臆断。此外,在本案中光大证券依照内部规章制度实施的对冲行为,最多认为其预定计划的预定程度较低,而且光大证券在该案中是否构成内幕交易行为在学术界也存在着争议,故证监会以该理由否决光大证券抗辩的法理依据仍然有待商榷。^{〔28〕}

3. 已过追诉时效

行政处罚时效制度是指对行政机关就违法当事人的不当行为追究行政处罚责任的期限。新《行政处罚法》第36条第1款规定,违法行为两年未发现的,不再给予行政处罚。在内幕交易行政执法实践中,该种抗辩事由涉及1个案件,共2人次提出。

证监会通常认为追诉时效应当从当事人违法行为终了之日起计算。比如,在“证监罚字

〔26〕 参见前引〔25〕。

〔27〕 参见《中国证监会行政处罚决定书(光大证券股份有限公司、徐浩明、杨赤忠等5名责任人)》(证监罚字〔2013〕59号)。

〔28〕 参见缪因知:《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,载《法学》2014年第1期;陈洁、曾洋:《对“8·16光大事件”内幕交易定性之质疑》,载《法学评论》2014年第1期。

〔2015〕45号”处罚中，证监会称当事人违法交易行为属于有连续状态的，应该从行为终了之日起计算追诉时效，而证监会的调查取证行为处于违法行为的追诉时效之内，从而认定该抗辩不能成立。^{〔29〕}

但剖析本案后发现，证监会还存在着行政听证程序合法性的缺陷。听证主持人未事先告知行政处罚决定的事实、理由及依据，变相剥夺了当事人合法陈述、申辩的权利，从而导致法院判决证监会先前所作出的“证监罚字〔2014〕59号”处罚无效。迫于此，证监会才作出“证监罚字〔2015〕45号”处罚。^{〔30〕}《行政处罚法》第4条、第44条确立了合法行政原则，其要求行政机关在作出剥夺公民、法人合法权益或者增加其义务的行政行为之时，必须符合相关的法律规定，遵守法定程序。证监会作为法律授权的行政主体，其对行政相对人作出行政处罚之时，也必须遵守该原则的规定。^{〔31〕}

（二）不可独立抗辩事由的实证分析

1. 未利用内幕信息

内幕交易审查的主要焦点在于当事人是否依据了内幕信息从事相关交易。例如，前文提及的独立分析判断、符合以往交易习惯、纯属巧合或偶然这三种抗辩事由的逻辑出发点均是未利用内幕信息。该种抗辩事由共涉及108个案件，133人次提出。

（1）独立分析判断

独立分析判断，是指根据自身的知识储备、投资经验，通过分析上市公司的股价走势、价值及各种影响因素，预测股价未来涨跌的一种正当事由。独立分析判断是被使用频率最高的抗辩事由，在72个案件中，被90人次使用。与独立分析判断类似的抗辩事由包括自主判断、自主分析、个人技术分析、个人对市场行情的分析等。从行政执法实践来看，大多当事人未提交基于独立分析判断的证据，导致无法排除其利用内幕信息从事内幕交易。根据实证分析和归纳总结的结果，证监会在处理该类案件时主要从考察当事人是否知悉内幕信息的角度来考虑该抗辩事由是否合理。如果行为人有证据证明其在完全不知悉内幕信息的情况下，也会从事相同的交易行为，则可以认定行为入确实依据独立分析判断进行交易，否则便不能阻却违法性。比如，证监会认为当事人在敏感期间多次接触内幕人员且申辩缺乏客观、可信的证据，不能排除内幕信息传递的可能。^{〔32〕}

从该类案件来看，如果当事人无法证明其不知内幕信息，证监会通常会推定当事人从事了内

〔29〕 在本案中证监会并未直接在行政处罚书中对追诉时效的抗辩详细阐述，而是在当事人提起的行政诉讼中，证监会对追诉时效的抗辩事由进行了详细的回复。参见北京市高级人民法院（2015）一中行初字第236号行政判决书；《中国证监会行政处罚决定书（张益武、李介苗、李焕红）》（证监罚字〔2014〕59号）。

〔30〕 参见前引〔29〕。

〔31〕 最高人民法院公报案例的裁判要旨认为，未听取当事人的陈述和申辩意见，违反“先听取意见后作出决定”的基本程序规则的行政行为因违法而可被撤销。参见“定安城东建筑装修工程公司与海南省定安县人民政府、第三人中国农业银行定安支行收回国有土地使用权及撤销土地证案”，最高人民法院（2012）行提字第26号行政判决书。为了完善程序合法性，证监会从2003年便开始确立实施“查审分离”的改革，其设立行政处罚委员会将案件的审理从稽查部门抽离，改变以往调查与审理案件均为同一部门管理的做法，在保障当事人申辩权等程序合法性方面已经取得了良好的成效。2021年修订的《中国证券监督管理委员会行政处罚委员会组成办法》（以下简称《组成办法》）进一步完善了听证审理的程序，但是仍存在有待改善之处。比如，《组成办法》第10条第5款规定行政处罚委员会应当负责主持听证程序，但第2条第3款却规定该委员会主任由证监会负责人担任。这便使得证监会行政处罚委员会的行政地位可能高于甚至间接领导稽查部门，难以发挥审查部门和稽查部门相互独立的作用，一定程度上有悖于“查审分离”的原则，阻碍了听证主持人中立性和当事人申辩权的实现。

〔32〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（张国明）》（证监罚字〔2020〕45号）。

幕交易行为。这是因为独立分析判断属于主观意识范畴,证监会无法洞察内幕交易者的内心真意,只能通过现有证据排除其独立判断的可能性。因此,《纪要》也明确指出人民法院审理证券行政处罚案件时应当考虑部分证券违法行为的特殊性,监管机关需要对主要违法事实承担举证证明责任,适当将特殊事实的证明责任转移给当事人或者第三方。从实践来看,《纪要》所指的是行为人实施了证券交易,行为人要对其不知内幕信息的事实进行举证。换言之,若行为人无法自证清白,证监会基于其所认定的事实推定其构成内幕交易。因此,《纪要》引入推定原则,一定程度上减轻了证监会的执法难度,但也有悖于行政诉讼证明责任的分配规则,很可能使无辜正当市场参与主体陷入“自证无罪”的困难处境。^[33]因此,如何在监管执法的效率价值和证券投资者权益保障的公平价值之间做到妥善平衡,仍然值得研究。

(2) 符合以往交易习惯

符合以往交易习惯是指当事人习惯于在特定的时间买入或者卖出特定数量的股票,并经过反复实践而形成一种交易习惯。该抗辩事由在统计样本中,共在27个案件中有32人次主张。交易习惯具有较强的外在性,但又受其投资经验、交易策略、教育背景等多元因素的影响,当事人的交易习惯形态各异。证监会在审核交易习惯的举证并进行认同时,一般考虑以下几个因素:

第一,抗辩理由要与事实相符。在当事人的交易习惯之中,价格因素应该是交易习惯的核心构成要素之一。比如,在“证监罚字〔2015〕4号”处罚中,赵罡辩称交易习惯是选择同类题材中相对价格较低的股票,证监会调查后发现该涉案股票的价格较高,从而认为当事人的申辩理由前后矛盾,因此拒绝了赵罡交易符合自身习惯的抗辩理由。^[34]

第二,综合分析和查证当事人的交易时间、交易规模、投资经验、财务状况等因素。比如,证监会认为当事人在内幕信息形成之后开始股票交易,并且交易资金规模明显比先前扩大,综合资金来源、交易规模、决策依据等因素,便推断其买卖行为系“利用”了内幕信息。^[35]

适用推定原则虽然免除了证监会对当事人知悉内幕信息的证明,但是其仍然需要对主要事实承担能达到行政诉讼证明标准的举证责任。^[36]《纪要》第5条第5款规定了证监会推定事实所要达到的证明程度是“高度吻合”。但是这种模糊的表述在实践中难以把控和量化。^[37]而“高度吻合”“明显异常”等在一定程度上是由证监会利用间接证据在自由心证把控下的推定,在未提供充分且有说服力的解释的情况下,这使得其在执法实践中对主要事实证明标准难以明确,片面地放宽了执法的自由裁量权。

(3) 纯属巧合或偶然

该种抗辩事由共涉及9个案例,共11人次使用。比如,杨涛辩称自己在敏感期间买入“汉鼎宇佑”纯属偶然。^[38]然而,综合分析当事人的行为异常情况,便可使纯属巧合的理由难以信

[33] 参见陈洁:《内幕交易事实认定中自由裁量权的适用及其规制——以内幕交易“知悉”要件的推定为视角》,载《清华法学》2018年第6期。

[34] 参见《中国证监会行政处罚决定书(赵罡)》(证监罚字〔2015〕4号)。

[35] 参见《中国证监会行政处罚决定书(谢岳峰、谢均云)》(证监罚字〔2020〕57号)。

[36] 参见冯俊伟:《行政诉讼中事实推定的适用》,载《行政法学研究》2010年第1期。

[37] 参见前引〔33〕,陈洁文。

[38] 参见《中国证监会行政处罚决定书(王麒诚、杨涛)》(证监罚字〔2018〕55号)。

服。证监会在对当事人执法之时，通常会调查当事人是否有可能接触到内幕信息或者与内幕人员是否有密切联系，结合当事人交易时间、交易金额以及交易历史信息、当事人解释的合理性和逻辑性等因素综合判断，便驳回了该抗辩事由。比如，在“证监罚字〔2019〕21号”处罚中，证监会认为李建平在敏感期内与内幕知情人有多次电话联系，其辩解不能合理解释突击开户、集中大额交易、单一持股等异常交易情况，因此便认定当事人构成内幕行为。^{〔39〕}但是，证监会驳回此类申辩理由之时也存在不足。比如，仅简单说明当事人交易纯属巧合的理由不能排除内幕交易，并未说明具体的理由。^{〔40〕}尽管推定原则要求当事人承担举证责任来抗辩，但是当事人举证应当达到何种证明程度才能对抗证监会的假定仍然不明确。因此，推定原则下行为人抗辩的证明标准还需立法来填补空白。

2. 法律认识错误

对相关法律认识错误的抗辩事由在统计的样本之中，共涉及9个案件，共14人次使用。其中，有7个案件，共12人次提出因为不了解法律法规，无意触犯，只有2个案件共2人次提出是对相关法律规定较为了解，但不认为自身行为违法。其抗辩用词通常表现为“对法律法规不熟悉”“无法律意识”“对相关法律规定不了解”“了解相关规定但未意识已违法”。比如，在“证监罚字〔2012〕37号”处罚中，当事人邹建平称，其因对法律法规不熟悉，不懂股票交易规则才违法。^{〔41〕}

与之相类似的抗辩事由是当事人将对法律不了解的原因归结于证监会的宣传不到位。比如，在“证监罚字〔2012〕55号”处罚中，覃炳辉辩称证券监管部门对禁止内幕交易的宣传缺失，但证监会认为禁止内幕交易是《证券法》所规定的，每个公民都应当遵守。^{〔42〕}法律适用于整个国家的公民，并不是只约束这个国家懂法或者不懂法的公民。诚如学者所言，如果用不同的规则要求不同的人，实际上这不是在减少而是在强化社会的不平等，我们会变得非常残忍，却还为自己真诚的虚伪而感动。^{〔43〕}

3. 违法情节轻微

我国新《行政处罚法》第33条第1款规定违法行为轻微并及时改正，没有造成危害后果的，不予行政处罚。虽然当事人具体适用的措辞略有不同，但是其均是从违法情节轻微的角度来进行抗辩。在执法的实践当中，当事人主要从社会危害性较小和获利颇少或亏损两个角度来进行辩解。

社会危害性较小是当事人从社会危害性的角度提出的理由，当事人通常也用“动用较少资金交易”“市场影响不大”“未造成严重后果”“情节轻微”等理由。该抗辩事由共涉及13个案件，共有19人次提出，主要有以下两种典型类型：第一，内幕交易规模较小，没有使证券市场的股票价格产生较大的波动。比如，邱颖提出自己交易额小，社会危害小，不符合处罚条件。^{〔44〕}第

〔39〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李建平）》（证监罚字〔2019〕21号）。

〔40〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（蔡越）》（证监罚字〔2020〕14号）。

〔41〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（庄坚毅、王建辉、高金花、邹建平、章敏芝、周星夫）》（证监罚字〔2012〕37号）。

〔42〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（李琳杰、覃炳辉）》（证监罚字〔2012〕55号）。

〔43〕 参见苏力：《弱者保护与法律面前人人平等——从孕妇李丽云死亡事件切入》，载《北京大学学报（哲学社会科学版）》2008年第6期。

〔44〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（邱颖）》（证监罚字〔2017〕67号）。

二,违法后果情节轻微。比如,宝利国际等当事人辩称无误导投资者的故意,没有严重危害后果和严重情节,恳请撤销处罚。^[45]或认为涉案行为情节显著轻微,获利用于公司周转,未损害投资者利益,因此社会危害小。^[46]

获利颇少或亏损是指当事人认为交易的无盈利可以阻却行为的违法性,但本质上属于当事人从违法情节的角度进行的抗辩。该抗辩事由在统计的样本之中,共涉及16个案件,共有41人次使用。该抗辩事由在实践中的体现,主要包括以下两种:^[47]其一,交易未获利。当事人沈峰以没有在股票交易当中获利为由,请求不予行政处罚。^[48]其二,盈利甚微。光华基金会辩称卖出涉案股票盈利甚微。^[49]

当事人从违法情节轻微的角度提出免责的主张一般不成立。原因在于:

(1)内幕交易的违法情节不属于内幕交易处罚的考量因素。首先,即便交易金额极少也存在获利巨大的可能性。^[50]其次,内幕交易者通常动用大量的资金参与投机交易,容易造成资本市场的波动和不稳定。在本文统计的382件样本中,当事人动用的资金少则2万多元,多则达到上千万元。因此,在证券执法实践中,内幕交易不具有违法情节轻微的特点,证监会也并未采纳当事人所提出社会危害性小的申辩意见。^[51]

(2)违反了股票交易的本质。证券市场的“三公原则”要求保证每个投资者都能够平等获取交易信息,凭借独立的决策进行证券交易,营造一个透明、开放、健康的交易场所。证券违法的涉众性和高风险性等特点便使得其危害性区别于一般的违法行为,故难以适用违法情节轻微作为免于处罚的条件。

五、完善我国内幕交易抗辩事由制度的法律建议

(一) 细化内幕交易可独立抗辩事由适用规则

当前我国内幕交易可独立抗辩事由制度较为抽象和宽泛,这种描述性的立法条文缺乏详细的制度构建,在增加执法实践适用难度的同时,也容易导致抗辩事由被滥用。^[52]在我国内幕交易监管治理水平尚不健全的情况下,原则性规定抗辩事由将会增加执法实践中的不确定性和法律适用的难度,反观其他法域都在不断思考应当如何进一步细化和明确内幕交易抗辩事由的适用条

[45] 参见《中国证监会行政处罚决定书(江苏宝利国际投资股份有限公司、周德洪等6名责任人员)》(证监罚字〔2017〕66号)。

[46] 参见《中国证监会行政处罚决定书(张恩荣、张云三)》(证监罚字〔2017〕88号)。

[47] 当事人还提出过非以牟利为目的而交易的抗辩事由,但该种抗辩事由提出的人数很少且不具有代表性,因此不在文中赘述。

[48] 参见《中国证监会行政处罚决定书(沈峰、黄慧红)》(证监罚字〔2020〕51号)。

[49] 参见《中国证监会行政处罚决定书(光华基金会、任晋阳、梁范栋)》(证监罚字〔2011〕56号)。

[50] 根据A股、H股交易规则,最低单次交易100股,最低股价为0.01元。假设,内幕信息公开前0.01元每股,最低单笔交易1元(不包含手续费、税费),在内幕交易重大利好信息公开后股价连续涨停板到100元每股抛售,获利9999元。因此,即便按照最低的交易标准来考虑,内幕交易者也可能获得高额的回报。

[51] 参见前引〔46〕。

[52] See Huang Hui, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Kluwer Law International, 2006, p. 247.

件，因此，建议我国在吸收域外立法经验的基础上，尽快出台内幕交易抗辩事由的具体适用细则。鉴于此，证监会应及时对实践中出现的新问题进行解释和说明，使内幕信息“重大性”的认定等方面更加明确且可量化，以此避免执法中不必要的争论。另外，将可独立抗辩事由的具体适用方法公开，并随着证券监管的实践需要不断补充和完善。由于我国关于正当市场行为的抗辩事由法定情况还较少，随着我国证券监管逐渐市场化和交易逐渐开放化和国际化，将会出现像做市商制度和安定操作等更多需要区别于内幕交易的合法交易行为。同时，基于我国证券市场的发展、改革及其立法特点，需要对我国市场中逐渐出现的较为典型且学界和实务界探讨较为成熟的交易行为予以规制。因此，建议采取“渐进式”的立法模式，随着资本市场的发展逐渐增加抗辩事由的种类。这便要求监管机构根据证券市场整体需求，较为系统地考虑内幕交易监管和避免抗辩事由被滥用的情形，逐步修正、开放抗辩事由的项目，以此保障证券市场参与主体的利益最大化。^{〔53〕}随着证券市场结构的快速发展和不断深化，我国立法修改的滞后性将难以满足证券市场的需要，笔者认为我国《证券法》关于内幕交易抗辩事由的兜底条款的解释权利可授权给证监会，以此保证证监会能够应对复杂的内幕交易抗辩实践，也可以针对实践中不断出现的抗辩事由新类型进行及时的回应和规范。鉴于此，建议我国内幕交易抗辩事由的兜底条款修改为“国务院证券监督管理机构规定的其他未利用内幕信息的正当市场行为”。

（二）建立证券执法典型案例公布制度

法典和司法解释以成文法的形式在我国执法和司法领域发挥着重要的作用，但是由于法律的稳定性、严格的程序性以及实践案件情况的复杂多变性，法律的滞后性便体现出来。我国成文法已经将“预定交易计划”“上市公司收购”等情形作为可独立抗辩事由，但是由于法律规范精炼和抽象的特点，未能周延概括实务中繁杂的不可独立抗辩事由，如“纯属巧合”“独立分析判断”“符合以往交易习惯”等。证监会在面对这些不断出现的抗辩事由时，需要在执法中对这些事由一一论证，这极大制约了行政执法的效率。而典型案例的公布具有针对性强、制定期间较为灵活的特点，能够及时解释执法过程中的难题并作出相应的指引，在一定程度上弥补了成文法的漏洞。因此，建议证监会效仿最高人民法院指导案例制度，将在实践当中泛抗辩化事由的经典案例进行定期的公布，并在普法活动当中大力宣传。这样可以发挥法律的预测、指引和警示作用，告诫证券交易参与主体抗辩事由的个案适用规则及其违法阻却的效力，使得证券投资者形成稳定的法律预期。同时，当事人提出不可独立抗辩事由的概率也会大大减少，证监会也不需在执法理由中详细地一一赘述，从而提高执法效率。

（三）明确证券执法证明标准和推定规则

虽然《纪要》引入推定原则是在无直接证据的条件下提高证券执法效率的措施，但需要辅以更完善的推定规则和证券执法证明标准才能妥善兼顾证券执法效率与执法公平。由于行政诉讼立法的研究起步较晚，其证明标准规则依然较为模糊，远没有达到民事领域和刑事领域那样成熟。从证监会的执法实践来看，主要采用“明显优势证明标准”，即达到绝对优势的程度。^{〔54〕}但是对于

〔53〕 参见前引〔6〕，刘成墉文。

〔54〕 参见宋随军、梁风云：《行政诉讼证据案例与评析》，人民法院出版社2005年版，第489-493页。

当事人而言,其举证能力相对于监管机构明显较弱,如果要求其抗辩也达到该标准明显过于苛责。因此,建议将当事人抗辩的证明标准适当降低,适用“优势证明标准”(相对优势标准即可)。此外,当事人所承担的抗辩证明标准也应因特定身份有所区分。比如,内幕信息法定知情人基于职位或出资关系等因素对接触内幕信息享有某种便利,推定其知悉并利用内幕信息更具合理性,故其所要承担的抗辩证明责任理应越重。同理,如果当事人获得内幕信息的难度越大,其所承担的抗辩证据的标准理应越轻。申言之,如果证监会发现内幕信息法定知情人在敏感期内实施或者建议他人实施相关证券交易,便可以推定其构成内幕交易。而非法获取内幕信息者所承担的抗辩证明标准理应比内幕信息法定知情者更轻,因此当证监会稽查该类当事人便需要拿出更多的证据来推定其构成内幕交易行为。^{〔55〕}因此,建议应当尽快根据主体条件的差异,设立不同标准的推定规则,让越易获取内幕信息的人承担更加严格的抗辩证明标准。另一方面,证监会驳斥当事人抗辩事由之时也应达到相应的证明程度。如若证监会未针对当事人的违法行为展开详细的论证,仅以“行为与内幕交易高度吻合”“交易明显异常”等言辞来驳斥,也未必使当事人服法,从而导致更多行政诉讼的可能。因此,笔者建议证监会尽快对“高度吻合”“明显异常”等模糊性的规定进行细致的解释,并对行为人设立账户、买入或卖出相关证券与内幕信息形成的时间间隔和交易资金放大的倍数作出较为量化的规定,使得其执法论证清晰、合理且有说服力,以此避免因举证标准模糊而遭受滥用自由裁量权的质疑。^{〔56〕}

(四) 提高听证程序的合规性

行政听证制度要求证监会在处罚过程中充分考虑当事人抗辩理由,从而对即将生效的行政处罚进行重新评估和考虑,其对行政相对人权利救济的重要性不言而喻。一个合格且称职的主持人在听证程序中发挥着极其重要的作用,其既能够保证听证程序的合规开展,又能够对双方争论的焦点进行有效把控与引导,使当事人的抗辩理由能够得到有效的听取和讨论。故重新审视听证程序的合规性需牢牢把握听证主持人这个“牛鼻子”。首先,贯彻“查审分离”原则,发挥稽查部门与审理部门之间相互独立、衔接配合的功能。证监会有必要设立与稽查部门平行行政等级的审理部门,将其职责从行政处罚委员会中独立出来并履行听证的职责,确保审理部门在听证会中能够理性、中立地审视当事人的抗辩诉求。其次,基于“有权必有责”的理念,为了有效监督听证主持人合法履行自己的职责,应对其制定专门的处罚和惩戒规则,防止因剥夺当事人的申辩权导致行政处罚被法院宣告无效的窘境,避免证券监管资源的浪费。鉴于此,笔者建议,在《组成办法》第9条关于解聘行政处罚委员会委员的内容中应增加一款,即“任期内因违反法定程序,未严谨履行主持听证职责导致处罚效力瑕疵或无效的”。第三,坚持公众参与原则,证监会应邀请实务律师、证券法学者、财经媒体等社会人士参与听证会中。基于此,证监会应当建立证券执法听证人员库,并向社会公开其受邀人员的标准、人员名单及其邀请的理由。每次行政听证之时,可以从听证人员库中随机抽取受邀名单,让实务界、理论界和社会舆论发表独立的看法。这不仅有利于当事人的辩解得到最大限度的听取,而且使得听证程序合法性得到加强和改善,在增强证

〔55〕 参见前引〔11〕,蔡奕文。

〔56〕 参见前引〔33〕,陈洁文。

监会执法可信度与权威性的同时，也提高了其证券监管能力和水平。

六、结 语

对内幕交易抗辩事由法律制度的研究不仅可以帮助证监会明确打击范围，促进证监会的精细化执法，而且有利于提高证监会行政执法的效率，优化监管资源的合理配置。但是，通过审视我国的立法和执法实践发现，我国内幕交易抗辩事由法律制度未能得到足够重视，其整个制度构建还存在许多缺陷，内幕交易的可独立抗辩事由的立法建设尚未良好贴合内幕交易监管实践的发展，导致内幕交易不可独立抗辩事由呈现愈发泛滥的态势。由此，证监会在应对杂乱无章的不可独立抗辩事由之时花费了大量的时间和精力，从而导致执法效率较低和缺乏完善的说理体系。因此，在履行证券监管法定职责与摆脱杂乱无章的抗辩事由的羁绊之间，我国证券市场内幕交易法治监管的建设之路依旧漫长。这就需要立足证监会内幕交易行政执法现状和动态发展的局势，不断地实证考察和梳理当事人所提出的抗辩事由，系统总结出目前我国实践中抗辩事由的种类及抗辩效力，并探寻证券执法所面临的困境及其原因，以此为我国证券市场监管提供参考思路和借鉴。

Abstract: The defense of insider trading refers to the reason that the party does not meet the constitutive requirements of insider trading or can reduce or exempt the liability. In addition to the independent defense of insider trading, insider trading actors also put forward a variety of non-independent defense. In order to prove and justify, China Securities Regulatory Commission (CSRC) bears infinite pressure of refutation. By comparing independent supervision system of the justifications abroad, observing the administrative punishment on insider trading case made by CSRC from 2004 to 2020 and the empirical analysis about them, we can sum up the concrete forms of defense, summarizes its defense force, judgment factors, existing problems, explore the insider trading securities law enforcement and provide countermeasures for the CSRC. In addition, based on the results of empirical research and in view of the difficulties and deficiencies encountered by the CSRC in the supervision of insider trading, it is suggested to refine the applicable regulations of independent defences, establish the system of publishing typical cases, clarify the standard of securities law enforcement proof and presumption rules, and improve the compliance of hearing procedures.

Key Words: insider trading, insider trading defenses, The CSRC, the administrative punishment

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)