

碳排放权内幕交易规制的必要性与制度设想

钟文财

(广东金融学院法学院, 广东 广州 510521)

摘要: 碳市场金融化背景下, 碳排放权内幕交易问题在法制建设中尚未引起足够重视, 在是否适用金融(或证券)监管范式方面也存在分歧。碳排放权是否属于金融产品、是否采用集中竞价交易方式以及相关内幕交易实证数据是否丰富, 均不足以否定其规制必要性。目前关于碳排放权内幕交易风险的许多基础理论都缺乏解释力, 应将其作为一种不正当竞争行为并以公平竞争为理念予以规制。然而, 衍生于股票市场的内幕信息中心论难以适用于碳排放权交易的具体认定, 应当考虑引入竞争执法范式, 将信息重大性和未公开性认定转变为信息优势及取用行为的正当性判断。同时, 还应考虑构建以生态环境监管部门为统一执法主体、金融监管部门积极支持、各碳交所为主要自律监管组织的协同机制, 统一自律处罚措施, 明确行政责任并探索适时引入刑事制裁。

关键词: 碳排放权; 内幕交易; 碳金融; 公平竞争

Abstract: In the context of financialization of the carbon market, the issue of insider trading in carbon emission rights has not yet received sufficient attention in legal framework development. There is also disagreement regarding whether the financial (or securities) regulatory paradigm should be applied. Whether carbon emission rights are classified as financial products, whether they are traded through call auctions, and whether there is abundant empirical data on related insider trading, are all insufficient to negate the necessity of regulation. Currently, many of the fundamental theories about the risks of insider trading in carbon emissions rights lack explanatory power. It should be treated as an act of unfair competition and regulated on the principle of fair competition. However, the theory centered on insider information derived from the stock market is difficult to apply to the specific identification of carbon emission rights trading. It should be considered to introduce a competition enforcement paradigm, transforming the recognition of the materiality and non-disclosure of information into a judgment of the legitimacy of information advantage and access behavior. At the same time, it should be considered to establish a collaborative mechanism with ecological and environmental regulatory authorities as the unified enforcement entity, active support by financial regulatory authorities, and each carbon exchange as the main self-regulatory organization, to unify self-disciplinary penalties, clarify administrative responsibilities, and explore the introduction of criminal sanctions when appropriate.

Key words: carbon emission rights, insider trading, carbon finance, fair competition

作者简介: 钟文财, 法学博士, 广东金融学院法学院讲师, 研究方向: 金融法。

中图分类号: DF438.7 **文献标识码:** A

一、引言

碳交易蓬勃发展而市场机制逐渐成熟之时, 市场参与者利用一些一旦公开则会影响碳排放权价格的重大信息(如重点排放单位计划关停全部或大部分排放设

施、强制碳市场的配额分配、自愿减排量的核证标准和抵消比例调整等政策变化)从事碳交易的可能性增加。

自2009年以来, 欧洲议会、欧盟委员会、国际刑警组织(INTERPOL)、新西兰生态环境部、国际证监会组织(IOSCO)都曾表达对碳排放权内幕交易的关注。¹我国以

广州碳排放权交易中心为代表,各地碳交所也先后在交易规则中禁止并处罚碳排放配额、国家核证自愿减排量和普惠制自愿减排量的内幕交易。2021年中国生态环境部《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条更是对碳排放权内幕交易作出了专门规定。

然而,国际社会缺乏实证证据表明碳排放权内幕交易“发生过或正在发生”²,欧盟于2014年通过《反市场滥用条例》将碳排放权定性为金融工具进而纳入内幕交易规制范畴,但至今未查实一起碳排放权内幕交易案。我国2024年5月开始施行的《碳排放权交易管理暂行条例》(以下简称《暂行条例》)以及2023年生态环境部《温室气体自愿减排交易管理办法(试行)》都未涉及内幕交易。大多数法域对碳排放权是否属于金融产品、金融立法中的内幕交易规范是否应当适用于碳排放权交易存有疑虑,比如新西兰环境部就认为碳排放权不属于金融产品,因而不宜用金融法而应通过气候变化法来规制碳排放权内幕交易³;我国生态环境部也强调“发展碳市场并非建一个新的金融市场,不能将碳市场与股票市场做简单类比”。⁴出于碳市场金融化可能会偏离减排基本定位引发过度投机的顾虑,《暂行条例》删除了草案修改稿拟引入的诸多金融交易制度,证监会作为传统内幕交易执法机关也不在协同监管机构之列。

因此,作为全球覆盖碳排放量最大的碳市场,我国到底是否有必要规制碳排放权内幕交易?如果有必要,那么应当如何认定碳排放权内幕交易?又应当如何确定执法部门和相应法律责任?碳市场之于股票市场的差异有何影响?目前尚无文献系统地回答这些问题。英文文献中,已有学者系统梳理欧盟将碳排放配额作为金融工具纳入全金融市场内幕交易规制范畴的历史进程、制度调试和系统挑战,⁵并以欧盟经验为鉴给美国提出了三个方案:纳入证券或期货内幕交易规制以及构建专门的碳市场内幕交易规制体系。⁶我国有研究团队建议将碳排放配额市场纳入金融监管体系后对内幕交易实施重点监管,主张参考证券内幕交易规制经验并引入内幕信息知情人名单和强制性信息公开披露制度。⁷遗憾的是,相关建言对碳市场特性和中国实际的考量不够充分和系统,且未考虑到暂停六年重启不久的国家核证减排量以及处在探索阶段的普惠制自愿减排量。为此,本文将立足中国

实际,结合衍生于股票市场的内幕交易规制经验,阐释碳排放权内幕交易的规制必要性,并探究符合碳市场特性的内幕交易认定思路、执法权力配置和法律责任设置方案。

二、现实需求:规制碳排放权内幕交易的必要性

对碳排放权内幕交易进行规制的必要性承受诸多质疑:国际社会鲜有法域进行碳排放权内幕交易立法且缺乏实际的规制案例;我国金融立法也未将碳排放权定性为金融工具;碳排放权不得采用集中交易方式等等。此类质疑可能存在将实然和应然相混淆的问题,且内嵌“内幕交易只存在于集中竞价交易的金融市场”的印象。作为回应,需对碳排放权内幕交易的现实危害及其规制的理论基础进行梳理。

(一)对必要性质疑的回应

1.是与应当:实证数据缺乏不足以否定规制必要性

据公开资料显示,国际社会尚无碳排放权内幕交易规制实例。截至2021年12月31日,我国碳市场第一个履约周期内总体配额履约率为99.5%⁸,相关违法案例主要是未按时足额完成配额清缴和排放报告数据作假,并无内幕交易规制实例。⁹放眼国际,即便是立法准备充分的欧盟,也从未查实碳排放权内幕交易案件。2022年5月,为回应波兰等成员国对欧盟碳市场投机加剧的关切,欧盟证券和市场监管局(European Securities and Markets Authority, ESMA)发布最终报告,认为欧盟碳市场在金融监管方面不存在重大异常或根本性问题,相关成员国金融监管机构也尚未从收到的可疑交易和订单报告中查实存在内幕交易或市场操纵。其中,德国金融监管局(BaFin)收到的唯一一起可疑内幕交易报告涉及欧盟可再生能源指令的修订提案。该提案主张大幅提高2030年可再生能源的使用占比目标,并在气候、能源和交通等方面提出了55项具体措施。但是,调查发现相关信息在所谓的内幕交易发生前一天已向大众公开,不构成内幕信息。这一信息也无法解释对碳排放配额期货价格产生负面的预期影响,交易数据也未反映出任何异常价格波动或市场主体持仓变化。因此, BaFin未做进一步调查。¹⁰

然而,既定事实与是否应当是两种截然不同的思维判断,实然与应然之间有着难以逾越的鸿沟。没有证据

证明碳排放权内幕交易已经发生或正在发生, 并不能证明碳排放权市场从未受到且以后也不会受到内幕交易的危害, 更不意味着作为“应当”的法律不能对其进行否定性评价并予以规制。期货市场是股票市场之外内幕交易法制最为完善的领域, 在我国“零容忍”政策背景下也存在“零规制”的现象。¹¹债券是股票之外最为典型的证券, 缺乏规制案例也并未影响2019年《证券法》新增第81条打击上市交易的公司债券的内幕交易。规制阙如的状态恰恰说明制度供给不足。正如新西兰环境部指出的, 碳排放权内幕交易缺乏实证数据, 重要原因之一就是监管漏洞的存在, 没有监管者去监测这类行为并收集相关数据。¹²

大多数法域的内幕交易立法并不涉及碳排放权, 但近年来内幕交易规范在中国碳市场法制建设中频频出现, 充分反映了全球最大碳市场的制度需求。其中效力层级最高的, 当属2021年生态环境部《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条: “全国碳排放权交易活动中, 涉及交易经营、财务或者对碳排放配额市场价格有影响的尚未公开的信息及其他相关信息内容, 属于内幕信息。禁止内幕信息的知情人、非法获取内幕信息的人员利用内幕信息从事全国碳排放权交易活动。”各地碳交所的内幕交易规范适用范围也不局限于碳排放配额, 还包括国家核证自愿减排量及碳普惠制核证自愿减排量。比如《广州碳排放权交易中心碳排放配额交易规则(2019年修订)》第43条、2021年上海环境能源交易所《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条等等。而当前法律、行政法规、部门规章和地方政府规章的沉默不应解读为对规制需求的否定, 只能说明立法方面条件仍不成熟。

2. 产品属性: 碳排放权不是金融产品亦不足以否定内幕交易规制需求

在理论与立法层面, 内幕交易规制通常被认定仅适用于金融市场(证券、期货和衍生品领域等)。尽管碳排放权金融属性较强已成共识, 但我国金融立法尚未确认其为金融产品。我国的内幕交易规范法律渊源主要是《刑法》《证券法》《期货和衍生品法》和《期货交易管理条例》, 相关条文并未涉及碳排放权。相关建言也强调要在碳市场纳入金融监管体系之后重点打击内幕交易。因此, 部门规章和行政法规选择对碳排放权内幕交易不

作规定, 部分碳交所监管规则也避免使用内幕交易这一概念。例如2022年《北京绿色交易所碳排放权交易规则(试行)》第3.5条规定, “可能对交易价格产生重大影响的信息披露前, 大量或持续买入或卖出相关碳排放权的行为”是重点监控事项。

然而, 碳排放权是否属于金融产品与是否应当规制其内幕交易之间并无直接联系。去金融化只是对碳排放权市场的价值导向, 并不是回避规制问题的理由。放眼国际, 并非所有金融产品都适用内幕交易规范, 各法域的内幕交易规制范围不一且变动不居。碳排放权能否被确认为金融产品的影响因素众多, 以此作为内幕交易的规制前提并不科学和必要, 也无法避免碳排放权久久未纳入金融立法而导致的监管漏洞。早在2010年, 欧盟《碳排放配额拍卖条例》就照搬原本适用于金融工具的《反市场滥用指令》(2003/6/EC)中的内幕交易规范, 且不论碳排放配额是否属于金融工具。新西兰环境部认为碳排放配额不属于金融产品故而不宜通过金融法规制其内幕交易, 但并未否定规制的必要性, 而是认为修改气候变化反应法才是最佳和最实际的方式。¹³新西兰内阁(Cabinet)对此表示原则上同意, 并强调在规制方式、行为类型和惩罚措施方面应尽可能与金融法保持一致。¹⁴然而立法咨询显示, 公众对于是否应该将排放配额纳入金融立法框架仍存在重大分歧。¹⁵

3. 交易机制: 内幕交易规制并不专属于集中竞价市场

与股票市场相比, 碳市场的最大差别在于不得采用集中竞价交易方式。2011年国务院《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》规定碳交所不得采取集中交易方式, 碳排放权交易只能采用挂牌协议、协议转让和单向竞价方式等其他方式。上海环境能源交易所官网数据显示, 2022年全国碳市场通过大宗协议方式完成的年成交量和年成交额约占86%。¹⁶而在起步阶段的普惠制碳交易几乎都采用一对一协议方式。¹⁷

有理论认为, 内幕交易规制通常被认为只存在于公开市场, 大宗交易形式下不存在内幕交易问题, 大宗交易即便存在欺诈也不损害公众投资者利益。但从内幕交易规制保护的法益来看, 法律保护的“其他投资者”无数量限制, 并不仅仅因为交易以非集中竞价方式进行而不具违法性。¹⁸内幕交易规制作为合同法保护的补充并不

影响合同法的适用,反而更有利于保护内幕交易对手方的利益。而且以交易方式划分内幕交易规制范畴也有违场内场外市场融合趋势。期货以外的金融衍生品采用一对一协议等非集中竞价交易方式,从2022年《期货和衍生品法》来看,衍生品仍然适用内幕交易规制。

以上对于碳排放权内幕交易规制必要性的质疑,源于两个方面:

首先是对于内幕交易规制经济效益的过度强调。有智库指出,内幕交易和市场操纵可能会提高市场流动性,进而让相关重要信息在市场价格上得以反映,最终促进碳市场的价格发现,但这可能会削弱公众对碳市场的信心,因此新西兰设计的碳市场监管框架需要进行权衡。¹⁹还有研究表明,英国石油(British Petroleum)内部的民间排放权交易和微软内部的碳税政策是环境市场中一种新型的“内幕交易”,很可能在应对气候变化方面带来重大效益。²⁰当然,类似价值立场动摇也存在于债券、信用风险缓释工具、期货和金融衍生品,甚至是内幕交易规制的发源地——股票市场。²¹但是否应当对内幕交易予以规制是法律层面的价值判断与选择,而非经济效率的权衡,片面的市场效益无法证成整个行为的正当性。

其次是对内幕交易危害性的片面理解。若仅认为内幕交易错在损害投资者(尤其是中小投资者)的合法权益,那么,只有重点排放单位参与的碳市场就无须内幕交易规制,因为并不存在需要保护的“弱小”个人投资者;若仅认为内幕交易错在破坏信息披露制度的有效性,那么,规制范畴就是应当进行强制信息公开披露的金融产品²²;若仅认为碳排放内幕交易最根本的问题在于破坏市场诚信²³,那么,市场经济中所有交易产品都应纳入规制范畴。即便回归源头采用美国式的反欺诈理念亦是如此,更何况其由于外延和内涵变动不居而面临合法性、合理性和一致性等方面的质疑,且不论其在中国是否有相应制度土壤。²⁴

整体而言,对于碳排放权内幕交易规制必要性的探讨,还应回归其危害性和规制目标等基本法理问题,来明确规制的正当性基础。

(二)法理基础:内幕交易的危害与规制的价值基础

碳排放权内幕交易最基本的危害是破坏市场公平性,进而影响市场参与者的积极性、妨害以经济理性促

进减排的目标实现。碳排放权内幕交易属于一种不正当竞争行为,并以公平竞争为价值目标。引入经济理性提升流动性和定价有效性本就是碳交易的制度初衷,而竞争是市场信息的发现机制,价格是市场信息的集中体现。尽可能早地获取足以影响碳排放权价格的非公开信息(包括未公开信息),并在信息为市场价格消化前抢占更多交易机会、通过市场机制将信息优势变现,是碳市场参与者内在趋利的原始冲动。引入金融机构和个人参与交易之后,这种竞争将更加激烈。如果这种信息优势的取用不具有正当性,即为不正当竞争行为。正如欧盟《反市场滥用条例》序言第23段指出的,内幕交易的本质特征在于从内幕信息中获得不公平的优势,损害了不知道此类信息的第三方,从而破坏了金融市场的完整性和投资者的信心。

1992年《联合国气候变化框架公约》确立了排放指标的可交易性,随后1997年《京都议定书》将成本最低化和效率最大化的经济理性和市场激励机制嵌入减排目标的实现,创立了联合实施机制、清洁发展机制和国际碳排放权交易机制,开启了碳金融这一全新领域。²⁵参与碳排放权交易的无论是重点排放单位、机构投资者还是个人,对于各项诱因的反应与股票市场或市场经济的其他行业主体并无二致。价格和获利这两个信号可反映市场供需两方实力状况以及买卖双方为私利而展开的竞争,进而产生监管无以实现的市场优化效果。²⁶如果部分排放单位能利用重大非公开信息进而可以较低成本向政府清缴碳资产,或者部分交易者可以通过重大非公开信息获利,那么,可持续发展目标的实现就会面临怀疑和抵触情绪,碳市场充斥欺诈的社会认知也会打击投资者积极性。如果掌握了重大非公开信息的碳市场参与者在“或披露或戒绝交易”规则下大多选择保密,其他参与者就很难获取相关信息,碳市场的价格发现机制和效率就会受损。如此,碳市场无法发挥预期作用,碳中和目标的实现也需要更长时间。²⁷

股票内幕交易是不正当竞争行为,债券等其他证券、期货和衍生品内幕交易也都是信息强势方利用信息优势损害信息弱势方而获益、导致不公平竞争和不诚实信用的行为,是对自由竞争规则的破坏。²⁸适用范围扩张之下,不宜再以过于抽象的市场诚信或者过于具体的

反欺诈和信息披露制度为价值目标,更不应再以内幕信息为中心对碳排放权内幕交易进行循环定义,而应当考虑将内幕交易统一性为滥用信息优势的不公平竞争行为。如此定性符合其行为在诸多市场的本质,既能与现有主流的规制体系保持一致,为碳市场内幕交易规制提供正当性基础,还能克服信义义务、盗用理论等传统归责原则的局限,指导碳排放权内幕交易的认定。比如,新西兰生态环境部也认为碳排放权内幕交易需要运用竞争法来规制其中的反竞争行为。²⁹这也契合有着公平竞争价值共识但尚无统一金融立法的中国实际。2022年《北京绿色交易所碳排放权公平交易管理办法(试行)》第6条已强调公平竞争价值,并在第7条禁止欺诈、不正当竞争等破坏交易秩序的行为。遗憾的是,《暂行条例》《碳排放权交易管理办法》《温室气体自愿减排交易管理办法(试行)》均未强调公平竞争目标。

诚然,公平竞争和市场诚信同样抽象,也容易将内幕交易规制扩张到市场交易的所有产品。“当抽象一般概念及逻辑体系不足以掌握某生活现象或意义脉络的多样表现形态时,通常会想到的补助思考形态是类型。”³⁰以公平竞争为价值目标将(碳排放权)内幕交易理想类型化为一种不正当竞争行为,不是最优解而是更优解。规制与否的争鸣在各市场持续不息却从未阻挡各国的立法选择,纳入内幕交易规制范围的金融产品也越来越多。以公平竞争为价值目标重在赋予内幕交易“不当取用信息优势”的反竞争维度,并非要技术性地引进竞争法的规制手段,更不在于将其纳入《反不正当竞争法》作为诸如诽谤、虚假宣传、商业贿赂等不正当竞争行为类型之一。因为公平竞争价值目标并非由《反不正当竞争法》专属,内幕交易规制也需要多个法律部门的共同努力。衍生于股票市场的内幕交易规制传统理念和固有认知在碳排放权(以及期货、衍生品和外汇等)领域的解释力越发不足,而公平竞争范式可以回答碳排放权内幕交易为什么错了,夯实予以规制的正当性基础,并强化内幕交易规制在诸多市场之间的一致性和解释力。

三、内幕信息中心论： 碳排放权内幕交易的认定难点与范式转换

放眼国际,随着内幕交易主体范围突破传统公司内

部人而逐渐泛化为所有知情人,内幕交易规制重心逐渐转向对客体要素的把握,以重大性和未公开性为核心要素的内幕信息中心论应运而生。在该背景下,碳排放权内幕交易认定无需考虑主体是否适格,比如欧盟《反市场滥用条例》明确内幕交易规范适用于掌握内幕信息的所有人(包括碳配额市场参与者),《碳排放权交易管理条例(试行)》第33条将合法获取内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人员都纳入主体范围。然而,在客体要素方面,碳排放权内幕交易利用的信息是否属于“内幕信息以外的其他未公开信息”?是未公开信息还是非公开信息?具体类型和兜底方式如何确定?对于这一系列问题,衍生于股票市场、预设内幕交易存在而套入四要件、倚重于重大性和未公开性的内幕信息法教义学明晰无力回答,因而碳排放权内幕交易规范无法在部门规章等更高层级立法中予以体现。在这种情况下,基于碳排放权内幕交易的反竞争本质,应当引入“禁止不当取用信息优势”的竞争执法范式,并采用递进式的“符合性—违法性—有责性”三阶层分析框架,先后判断信息优势取用行为是否存在、取用行为是否违法以及是否应当追究其责任。

(一)碳排放权交易的内幕信息是不是“内幕信息以外的其他未公开信息”

如何应对现有立法对内幕信息和其他未公开信息的区分,是认定碳排放权内幕交易的首要难题。1998年《证券法》就将内幕信息限定为“涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的信息”,并不包括金融机构从业人员因职务之便掌握的客户重大投资决策信息。为了强化处罚基金从业人员利用客户投资决策和交易信息从事“老鼠仓”行为的法律依据,2009年《刑法修正案七》在第180条增加了利用内幕信息以外的其他未公开信息交易罪。随后这一区分在2019年《证券法》新增的第54条得到强化,并有可能通过2023年证监会起草的《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》在期货以外的衍生品领域确立。值得注意的是,《刑法》第180条利用未公开信息交易罪也适用于期货,但期货立法从未在期货领域区分内幕信息和其他未公开信息。2019年最高人民法院和最高人民检察院联合发布的《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》)第1条也并未将期货持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息纳入内幕信息以外的其他未公开信息。对此,最高人民法院法官曾解释是因为《期货交易管理条例》明确规定此类信息属于内幕信息而不属于“未公开信息”³¹,这一解释“只能理解为司法解释无权修改行政法规的无奈之解”。³²法律层面的冲突已使得其他诸多领域较低层级的规范逐渐回避内幕交易和内幕信息的概念,如2016年中国银行间市场交易商协会《信用风险缓释工具试点规则》第34条采用的“内幕消息”,以及2021年国家外汇管理局《外汇市场交易行为规范指引》第13、19条采用的“非公开信息”和“敏感信息”。《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条未能体现在后续更高层级立法中,各碳交所的自律性规范未明确何为碳排放权交易的内幕信息及其知情人,也有类似考量。那么,碳排放权内幕交易还能否称之为内幕交易?所涉及的究竟是内幕信息还是“内幕信息以外的其他未公开信息”?

碳排放权交易的内幕信息认定不应也不必拘泥于上述界分。首先,《证券法》和《刑法》适用于证券和期货交易,并不适用于碳排放权,期货和衍生品立法也照常使用内幕交易和内幕信息的表述,而且国际上主要的资本市场法域并未区分内幕信息以外的其他未公开信息。其次,上述界分重在关注相关信息是否来源于公司内部,但碳市场不存在传统金融工具发行人这一内幕信息来源,过去以公司发行人为核心构建的内幕信息规范无法适用。³³这也是为何《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条将内幕信息的一般定义由过去涉及“发行人”的经营、财务信息改为涉及“交易”的经营、财务信息。只不过这一变动拘泥于相关性的限定而且未能较好地契合碳交易的特征,未采用欧盟《反市场滥用条例》中的“市场参与者”或现有碳市场立法中的“交易主体”概念。最后,无论是“涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的信息”,还是金融机构投资决策等市场信息,抑或是1993年《禁止证券欺诈行为暂行办法》曾规定的国家政策变化,都是足以影响交易决策和市场价格(价值)的信息优势的表现形式之一。而碳排放权内幕信息认定真正应该考虑的是,

要不要参考《利用未公开信息交易司法解释》第1条的做法,将信息优势判断标准由是否影响市场“价格”改为是否影响“交易活动”。鉴于以后者为标准会超越内幕交易“不当取用信息优势”的反竞争维度,进而囊括滥用信息优势不正当控制交易决策的市场操纵行为,碳排放权内幕信息认定应坚持以市场价格为风向标。

因此,碳排放权内幕信息认定重点在于是否存在信息优势的取用行为,尤其是为内幕交易规制划定门槛。信息不相关或对交易产品的市场价格(价值)影响力轻微即不存在信息优势,即便不正当地利用该信息进行交易也无危害或危害性较低,法律和行政权力无需干预。如欧盟《反市场滥用条例》针对碳排放权专门设置了重大性标准,排放配额市场参与者总排放量或额定热输入功率未超过特定门槛的,其实体运行信息被认为不会对排放配额及其相关联产品的价格造成重大影响且无须披露。³⁴目前这一门槛是年排放二氧化碳600万吨以上或额定热输入在2430MW以上,适用标准较高,实际满足条件的主体只有70家,所以内幕信息规则对市场的影响有限。³⁵

(二)碳排放权交易的内幕信息是未公开信息还是非公开信息

碳排放权内幕信息的界定是否要坚持未公开性,即以适用强制性信息公开披露制度为前提。中国内幕交易的立法实践和理论研究往往强调内幕信息是未公开信息,潜在之义是应公开而未公开的信息,即便是内幕信息以外的证券投资决策和交易订单等信息也属于其他“未公开”信息。受此影响,《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条和《北京绿色交易所碳排放权交易规则(试行)》第3.5条都坚持信息的未公开性。

但是,强调未公开性可能是对“非公开”(non-public)一词的误读。一旦公开将对(碳排放权)价格产生重大影响的信息,除了未公开信息还有其他无需公开和不宜公开的非公开信息。这解释了为何《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条规定碳排放权交易的内幕信息除了尚未公开的信息,还包括其他相关信息内容。依据欧盟《反市场滥用条例》第7.1条,碳排放权交易的内幕信息分为应公开而尚未公开(has not been made public)的信息和代为执行订单的人员所掌握的客户交易决策信息两类。虽然这两类信息一旦公开(if it were made public)都将对碳排

放权价格有重大影响,但后者并无尚未公开(has not been made public)的限定语,即无需向公众公开。而根据上海环境能源交易所《关于全国碳排放权交易相关事项的公告》(沪环境交〔2021〕34号),目前大宗协议交易成交信息不纳入其发布的即时行情。同理,2021年国家外汇管理局《外汇市场交易行为规范指引》第13条也采用“非公开信息”而非“未公开信息”的概念,并在第19条将以下信息囊括在内:(一)可能会对市场定价、流动性或运行产生重大影响的非公开信息;(二)市场参与者本身、客户或其他市场参与者的外汇交易相关信息;(三)指定保密信息。因此,碳排放权内幕信息应该是包括未公开信息的非公开信息。

更为重要的是,未公开性其实内含对信息优势现实化行为的违法性判断,然而,是否违反强制性公开披露制度并非唯一判断依据。一方面,证券期货领域尚且未能一以贯之地将所有未公开信息作为内幕信息,反而将无需公开的交易信息纳入在内。信息披露义务更有程度之差,很多非证券类的金融产品也要履行信息报告义务,即使这些资产类型通常并不适用内幕交易法。³⁶另一方面,信义义务理论、盗用理论和信息平等获取理论等传统归责原则,其实都是试图在为信息优势取用行为是否正当提供判断标准,但这些标准要么过于狭窄缺乏延展性,要么过于抽象容易泛道德化。这也是为何《利用未公开信息交易司法解释》第3条将未公开信息保护规定以及信息保密、禁止交易、禁止利益输送等规定都纳入违法判断依据。

那么,信息优势公平取用标准的客观化能否以相关法律规范被违反为判断尺度呢?这一思路已为《利用未公开信息交易司法解释》第3条和欧盟《反市场滥用条例》第7条所采纳。所不同的是,前者将作为判断依据的法律渊源限定为“法律、行政法规、部门规章、全国性行业规范有关证券、期货未公开信息保护的规定,以及行为人所在金融机构有关信息保密、禁止交易、禁止利益输送等规定”,后者则将作为判断依据的法律渊源限定为“欧盟法律或成员国法律、市场规则、合同约定和行业惯例”,但仅限于信息披露方面的法律渊源,且仅适用于期货衍生品内幕信息的认定。因此,信息优势取用公平性判断的重点就在于明确哪些类型和层级的法

律渊源应该作为评价依据。从公平竞争和规制一致性出发,应依据碳交易的市场化水平,逐步将法律、行政法规、部门规章、部门规范性文件、全国性行业规范、交易所自律规范、合同约定和行业惯例纳入(碳排放权)交易信息优势公平取用的判断依据,而非固守内幕信息的未公开性认定。

(三)碳排放权内幕信息的具体类型和兜底方式如何确定

一旦公开则会影响碳排放权价格的信息众多,难以详尽列举,市场主体也难以把握这一范围,因此必须采用兜底条款方式予以明确。研究表明,天然气、石油和煤炭等化石燃料的价格波动,GDP水平变化,天气气温波动,国际金融危机爆发和各类宏观政策信息等都是碳排放权配额价格波动的重要因素。³⁷以BaFin官网说明为例,与碳排放配额相关的内幕信息包括但不限于能够影响排放设施直接运行的(计划外的)停工期、排放设施的部分或最终关停、与新排放设施建设有关的投资决定、大型排放设施的能源效率变动(如因生产设备现代化而提高能源利用效率的商业决策或是排放设施使用不同燃料),与减排活动相关的航线和航班的(部分)停运、增加或更换不同型号(如能够减少碳排放量)的飞机,以及涉及可允许使用的燃料范围、自由分配的排放指标或其他能影响碳排放交易体系的结构性改革等监管机构的重大决定。³⁸

那么,碳排放权内幕信息的兜底条款应采用事前规定还是事后认定方式呢?2019年《证券法》第80、81条以及《期货和衍生品法》第14条均规定证券期货领域内幕信息的兜底认定方式为监督管理机构的事先“规定”,不是此前监管机构的事后“认定”。但是,《利用未公开信息交易司法解释》第2条却规定,“其他未公开信息”难以认定的,司法机关可在有关行政主(监)管部门的认定意见的基础上,根据案件事实和法律规定作出认定。规定和认定之间的一字之差,意味着内幕信息认定是否必须以现有规定列明具体类型为依据,监管机构不能行使自由裁量权依一般定义进行认定。按照这一思路,《期货和衍生品法》禁止衍生品内幕交易但未列举具体内幕信息及其知情人的类型,碳市场立法如未列举碳排放权交易的内幕信息或授权生态环境部予以列举性规定,内幕交易执法都缺乏依据。如此限定碳排放权内

幕信息的认定,虽可缓解规制扩大化有损信息生态之顾虑,但会像在债券市场一样过度束缚一线执法权力。³⁹

因此,碳市场不宜坚持内幕信息范围必须由监管部门(生态环境部)事先规定进行兜底,类型化的重点应转向评价信息优势取用行为是否正当的法律规范。事先规定若特指内幕信息规定,既无必要也不科学;若泛指信息披露和保护等某类或各类规定,不如直接像《利用未公开信息交易司法解释》第3条一样予以明确,也不必限定这些规定必须出自某一监管部门。预设内幕交易存在而列举的信息类型,其实本身已内嵌信息来源、传播链条、牵涉主体和价值判断等诸多维度,成了信息优势取用行为的列举。以欧盟为例,同样是实体运营信息,如果产生于总排放量或额定热输入功率达到特定门槛的排放配额市场参与者则属于内幕信息,如果市场参与者低于特定门槛则其相关运营信息就不属于内幕信息。因此,类型化重点不在于数量众多、本身中立的信息类型,而在于明确哪些类型和层级的法律规范,比如生态环境部部门规范性文件中关于信息披露和报备的规定,可以作为信息优势取用行为正当与否的判断依据。同时,还需以非详尽指示性清单的方式不断澄清哪些信息取用行为是否构成内幕交易,通过集中豁免的安全港制度不断澄清哪些利用重大非公开信息的碳排放权交易具备正当理由,为市场交易、行政执法和司法审判提供更具体、可操作的指引。比如欧盟《反市场滥用条例》第6条第(3)款明确将成员国、欧盟委员会、其他政府部门和获得授权的个人为执行欧盟气候政策实施的行为纳入豁免事由。

四、碳排放权内幕交易规制的权力配置

放眼国际,碳排放权内幕交易执法权归属哪一部门存在较大争议。在欧盟和德国等成员国层面分别是由金融监管机构ESMA和Bafin负责执法。在新西兰则由环境部推动立法并负责研究决定最合适的监管部门,但公众对于是否应该指定金融监管局、商务委员会还是生态环境部作为碳排放权内幕交易的监管机构存在重大分歧。⁴⁰就中国而言,碳排放权内幕交易执法主体的确定主要面临两大难题:生态环境部何以规制内幕交易?金融监管机构又何以规制碳排放权内幕交易?

(一)生态环境部何以规制内幕交易

目前,碳排放权内幕交易的执法依据仍然较为模糊,实践层面生态环境部尚无内幕交易执法经验。虽然《暂行条例》第4条明确了生态环境部对全国碳排放权交易活动的监管职责,但该条例并未确认生态环境部或全国碳排放交易机构规制碳排放权内幕交易的执法权,未明确(国务院或省级)生态环境主管部门对地方碳市场交易的监督职权。值得注意的是,该条例禁止市场操纵但并未禁止内幕交易。该条例第5条引入了金融监管机构的协同监管,但仅限于中国人民银行和国务院银行业监督管理机构(主要在于规范碳排放权抵质押),而且被监管对象仅限于全国碳排放权注册登记机构和全国碳排放权交易机构。

虽然法律并未规定内幕交易执法权专属于证监会,但当法律层面的内幕交易规范未涉及碳排放权、严格区分内幕信息和其他未公开信息、证券期货内幕交易执法权均属证监会,并且衍生品内幕交易规范的起草也由证监会主导,《暂行条例》对内幕交易及其执法权问题的回避也就不难理解。如果该条例明确碳市场内幕交易执法权归于生态环境部,有行政法规违反法律之嫌,不利于条例的审议通过。况且顶层设计对碳市场金融化持保守态度,尚不支持将碳排放权交易纳入金融监管范畴,而内幕交易规制通常被认为属于金融监管之事,将执法权归于生态环境部容易引发争议。

那么,生态环境部门何以规制碳排放权内幕交易?因应(碳排放权)内幕交易行为的反竞争本质,碳市场法制建设可参考《北京绿色交易所碳排放权公平交易管理办法(试行)》第6条,确立公平竞争价值,并明确生态环境部门(以及各碳排放权交易所)维护和促进市场公平竞争秩序的职权。这一职权内嵌于生态环境部门对碳市场的监督管理职能,碳排放权是否属于金融产品、是否采用集中竞价交易方式和有无内幕交易规制经验都无实质影响。由此,可以回应“生态环境部门(或碳交所)何以进行内幕交易规制”的疑虑,也可以摆脱“碳排放权是否属于金融产品(证券、期货、衍生品还是其他)”的属性之争引发的规制不能,摆脱股票化规制思维定势带来的路径依赖,以竞争执法范式弥补内幕交易规制中传统金融监管范式的不足,同时避免对现有证券期货立法做

大幅度调整。

(二)金融监管机关何以规制碳排放权内幕交易

当前碳市场规范并未确认碳排放权的金融属性,而我国金融市场法规也未将碳排放权交易列入金融监管范畴。⁴¹即便将碳排放权纳入金融监管范畴,其内幕交易执法部门依然难以确定。证监会在内幕交易规制方面最专业也最富有经验,在2022年还发布了《碳金融产品》行业标准,但碳排放权难以符合证券或期货的定义,《暂行条例》也已将证监会从协调监管机构中删除。2023年国家金融监督管理总局成立,统一负责除证券业之外的金融业监管。碳排放权内幕交易如果要由证监会监管,要么像韩国一样把碳排放权定性为一种证券并纳入证券内幕交易规制范畴,要么将碳排放权视为一种期货进而适用期货内幕交易规范。⁴²在中国,这两条路径都意味着要在法律层面对现有证券期货的定义以及内幕交易制度做整体调整,且容易偏离国家金融监督管理总局统一负责除证券业之外的金融业监管的职能定位,合理性和可操作性较弱。但是,如果将执法权交给与生态环境部同样尚无内幕交易执法经验的国家金融监督管理总局,执法协调难度和成本较高,在碳市场引入机构投资者和个人投资者之前的介入依据也较模糊。

与此同时,顶层设计未明确地方碳市场内幕交易的执法主体,容易存在监管真空。《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条和《碳排放权交易管理办法(试行)》只适用于全国碳排放权交易及相关活动,纳入全国碳市场的重点排放单位不再参与地方碳排放权交易试点。而各试点立法关于分管部门的规定各不相同,比如深圳是由住房城乡建设、交通运输、市场监督管理部门和统计部门等负责相关行业和环节的监管,上海是由市发展改革部门委托上海市节能监察中心履行《上海市碳排放权交易管理试行办法》规定的行政处罚职责,重庆规定由市金融局负责全市交易场所的监督管理,而北京规定由市金融局负责配额场外交易规则的监督管理。⁴³碳交所的自律性规范大多笼统规定将监控到的内幕交易上报相关部门,例如2022年《北京绿色交易所碳排放权交易规则(试行)》第3.5.5条规定交易所发现公开交易且情节严重的碳排放权内幕交易可上报市生态环境局和市金融局。

因此,碳排放权市场可以参考债券市场统一执法机制,建立以生态环境部为内幕交易统一执法主体、国家金融监管总局和证监会积极支持、各碳排放权交易所为主要自律监管组织的协同机制。这样既能呼应《暂行条例》第4、5条的既有规定,又契合国家金融监督管理总局“对除证券业之外的金融业实行统一监督管理”的职责定位以及其银行保险业监督管理机构的建制基础。其中有必要将《暂行条例》第5条中的“国务院银行业监督管理机构”调整为“国家金融监督管理总局”,为未来碳排放权产品增加之后的规制需求预留空间。鉴于证监会内幕交易执法的专业能力和丰富经验,我国也可以参考国际先例规定证券监管部门负责碳市场内幕交易执法工作,但前提是将碳排放权纳入证券或期货范围,并建立跨部门统一监管协调机制。在此之前,证券监管部门不宜直接介入碳市场监管,但可从系统内借调人手参与规则制定、监测系统设计和一线执法等工作。各碳交所监控到的可疑内幕交易应上报统一监管报送系统,供生态环境部门和金融监管部门研判以便个案处罚和规则制定。

五、碳排放权内幕交易的责任设置

(一)自律监管措施的多样与统一

各碳交所对内幕交易的处罚规定不一且震慑力较为有限。广碳所规定的内幕交易处罚措施包括责令改正、谈话提醒、书面警示、通报批评、限制交易、中止或终止交易及业务资质或会员资格等处罚措施,以及记入不良信用记录并公布。相比2014年《重庆联合产权交易所碳排放交易细则(试行)》第53条,广碳所规定的处理措施多了资格处罚和信用惩戒,少了要求提交书面承诺和冻结相关交易账户或资金账户。然而,《深圳碳排放权交易所有限公司碳排放权现货交易规则(2023年第三次修订)》第58条有规定要求提交书面承诺和上报主管部门,却没有资格处罚。同样是信用惩戒,2023年《重庆市碳排放权交易管理办法(试行)》只在第32条规定适用于重点排放单位碳排放配额清缴相关的违法违规行为,依广碳所的规定可直接适用于惩戒内幕交易。深碳所规定只有违反《深圳市碳排放权交易管理办法》被行政处罚时才适用信用惩戒,但该办法并无内幕交易规范。因此,生态环

境部可综合试点地区经验,发布指引统一碳交所内幕交易规则中的制裁门槛、处罚措施和力度,防止触犯《行政处罚法》和监管套利。

(二)行政责任的阙如与填补

当前碳市场主要的法律规范未明确规定碳排放权内幕交易的行政责任,尽管《碳排放权交易管理规则(试行)》第33条明确禁止内幕交易。《暂行条例》并未提及内幕交易,但在第27条规定了操纵市场的行政责任。《碳排放权交易管理办法(试行)》第七章罚则针对的是生态环境主管部门、全国碳排放权注册登记及交易机构工作人员的滥用职权、玩忽职守和徇私舞弊等不当行为,重点排放单位违反温室气体排放报告义务和未足额清缴配额的行为。即便是全国碳排放权注册登记及交易机构工作人员利用职务便利从事内幕交易谋取不正当利益的,根据该办法第38条也只是“由生态环境部依法予以处分,并向社会公开处理结果”,具体行政制裁措施尚不明确。

因此,明确碳排放权内幕交易的行政责任至关重要。首先,鉴于《证券法》第191条和《期货和衍生品法》第126条已统一证券和期货内幕交易的法律适用范围,碳市场内幕交易规范制定的重点之一是针对碳市场特性设置差异化的制裁标准。除一般性的交易金额和次数之外,碳排放配额、国家核证减排量与碳普惠核证减排量之间的产品差异、挂牌协议和大宗协议等交易方式之间的差异、全国碳市场和地方试点碳市场之间的交易场所差异,虽然不足以否定规制碳市场内幕交易的必要性,却是行为主观恶性和社会危害性判断的重要参考,应该在制裁标准的差异化设置中予以体现。其次,行政制裁可借鉴自律监管经验,丰富罚金之外的制裁措施,比如减少配额发放、公开谴责、撤销许可、撤销从业资格、冻结账户、市场禁入及信用惩戒等。最后,鉴于碳交易的活跃度和市场化水平仍有待提高,碳排放权内幕交易规制也是较新的法律问题,中国可吸收税收执法领域“首违不罚”的制度经验,给市场一个转变认识和调整的机会。

(三)刑事责任的阙如与探索

《刑法》第180条仅适用于证券和期货内幕交易,甚至难以适用于《期货和衍生品法》规定的期货以外的

衍生品。那么,是否应当乃至如何对碳排放权内幕交易施以刑事制裁成为值得研究的一大难题。值得注意的是,根据欧盟2014年《反市场滥用刑事指令》(Directive 2014/57/EU on Criminal Sanctions for Market Abuse)第1、3、8和9条,自然人实施碳排放权内幕交易的最高可判处至少四年监禁,法人实施的还可能被处罚金、取消公共福利或援助资格、取消从事商业活动的资格、纳入司法监督范畴、司法解散以及关闭被用来实施犯罪的场所。

我国可考虑启动对《刑法》第180条的立法检视,系统考察该条文是否应该扩张适用于碳排放权(以及证券期货以外的金融衍生品、外汇等其他产品)。当然,对碳排放权内幕交易施加刑事制裁必须慎之又慎。在充分认识碳配额、国家核证减排量和普惠制减排量内幕交易的违法典型场景、危害性和规制逻辑之后,可先在行政法规、法律层面对其施加行政制裁以积累经验,再考虑是否需要作出施加刑事责任的立法选择。比如,2022年《期货和衍生品法》禁止衍生品内幕交易,《刑法》第180条并未即时联动修改将期货以外的衍生品纳入在内。但是,立法实践和理论研究有必要直面碳排放权内幕交易的刑事制裁问题,刑法谦抑性不应成为回避的借口,认识不足也不应成为否定其他(金融)市场内幕交易规制需求的理由,毕竟引入经济理性本就是碳交易制度初衷,而且将来还要允许其他机构和个人参与碳配额交易。如果像欧盟一样选择对碳排放权内幕交易施加刑事制裁,中国不宜只是在《刑法》第180条的交易产品范围中增加碳排放权,不宜再区分这一领域的内幕信息和内幕信息以外的其他未公开信息,可以考虑采纳上述竞争执法范式,但只针对全国碳配额市场中违反法律和行政法规取用重大非公开信息内幕交易施加刑事处罚。

六、结论

碳排放权内幕交易规制不是一个伪命题,相关立法不应拘泥于过去以股票市场为中心的规制经验。无论碳排放权是否被纳入金融监管体系,相关内幕交易案例是多寡,监督管理部门需对这一不正当竞争行为进行处罚。相关规范制定可不避讳内幕交易的相关概念,不受

因于内幕信息和其他未公开信息的界分，也可不强求内幕信息与经营或财务相关，**但应当淡化倚重信息重大性和未公开性的内幕信息中心论，重点关注信息优势的识别及其取用行为的正当性判断。**未来《暂行条例》《温室气体自愿减排交易管理办法(试行)》的修订，**可参考外汇市场经验增设一条：“市场参与者不得利用所掌握的对价格有重大影响的非公开信息从事交易活动，或利用该信息建议其他人从事交易活动”，并明确何为“非公开信息”和“不当利用”。**缓解规制扩张有损信息生态的顾虑，**不宜依赖监管部门事先规定内幕信息的兜底认定方式，而应限定作为正当性判断依据的法律法规层级和类型，并在法律适用方面按先易后难的思路逐**

步推进。**判断依据**可以先是行政法规和部门规章后规范性文件文件和自律规范等其他法律渊源，**规范类型**先是信息披露规定后信息保护等其他规定，**产品范围**先排放配额后自愿减排量，**交易场所**先全国市场后地方市场，**责任设置**先自律监管和行政处罚后刑事制裁。下一阶段碳排放权内幕交易的研究重点不在于是否应当规制和如何认定，而在于**如何与滥用信息优势型市场操纵等容易竞和的邻近制度相区分，更在于结合碳市场在产品类型、主体结构、交易方式和交易场所等方面的特性精密设置相应法律责任。** ■

[基金项目：广东省哲学社会科学规划2021年度粤西北专项“协同治理视野下南海碳汇交易规则法治化研究”(GD21YDXZF01)]

注释

1. European Commission. Towards an enhanced market oversight framework for the EU ETS, COM (2010) 796 final, 2010: 2; INTERPOL. Guide to carbon trading crime[R]. 2013: 24; New Zealand Ministry for the Environment. Impact summary: prohibiting insider trading and market manipulation in the New Zealand emissions trading scheme[R]. 2018: 1-16; IOSCO. Compliance carbon markets final report[R]. FR/09/23, 2023: 31-38. 本文沿用国内外学术研究和立法实践中惯常使用的(广义)内幕交易概念，即利用一旦公开则可能影响碳排放权交易价格(价值)的非公开信息(包括未公开信息)直接或间接地买卖碳排放权(包括排放配额、国家核证自愿减排量和普惠制自愿减排量)的行为。

2. New Zealand Ministry for the Environment. Impact summary: prohibiting insider trading and market manipulation in the New Zealand emissions trading scheme[R]. 2018: 2, 10.

3. 同注2。

4. 国务院发展研究中心金融研究所，上海环境能源交易所。碳市场金融属性的发展与完善[R]. 2023: 29.

5. Danny Busch, Guido Ferrarini, Seraina Grünwald ed. Sustainable finance in Europe: corporate governance, financial stability and financial markets[M]. Palgrave Macmillan, 2021: 477-503.

6. Seokjin Oh. Regulating carbon assets insider trading: a US-EU comparison to protect carbon market integrity[J]. Journal for European Environmental & Planning Law, 2023, 20(3-4): 321-363.

7. 国务院发展研究中心金融研究所，上海环境能源交易所。碳市场金融属性的发展与完善[R]. 2023: 70.

8. 生态环境部。全国碳排放权交易市场第一个履约周期报告[R]. 2022: 4.

9. 生态环境部。生态环境部公开中碳能投等机构碳排放报告数据弄虚作假等典型问题案例(2022年第一批突出环境问题)[EB/OL]. (2023-03-14)[2024-03-19]. https://www.mee.gov.cn/ywzg/ydqhbh/wsqtz/202203/t20220314_971398.shtml.

10. ESMA. Final report: emission allowances and associated derivatives[R]. ESMA70-445-38, 2022: 28-29.

11. 谢杰。期货市场上内幕交易犯罪的机理解构与刑法规制[J]. 上海政法学院学报(法治论丛), 2022, (4): 70.

12. 同注2。

13. 同注2。

14. New Zealand Cabinet. Minute of decision of the amendment to the Climate Change Response Act 2002: tranche one[R]. CAB-18-MIN-0606.01, 2018: 6.

15. New Zealand Ministry for the Environment. Designing a governance framework for the New Zealand emissions trading scheme: summary of submissions[R]. 2021: 7, 23-24.

16. 上海环境能源交易所。全国碳市场每年成交数据20220104-20221230[EB/OL]. (2022-12-30)[2024-03-19]. <https://www.cneecx.com/c/2022-12-30/493617.shtml>.

17. 生态环境部宣传教育中心，北京绿普惠网络科技有限公司。中国碳普惠发展与实践案例研究报告[R]. 2023: 30.

18. 宁荣。内幕交易的多幅面孔——中国的监管标准与执法实践[M]. 北京：经济科学出版社，2019: 158.

19. The New Zealand Initiative. Submission to the Ministry for the Environment on designing a governance framework for the New Zealand emission trading scheme[R]. 2021: 2.

20. Sarah E. Light. The new insider trading: environmental markets within the firm[J]. Stanford Environmental Law Journal, 2015, 34(1): 4.

21. 张子学。浅析债券市场内幕交易的规制[J]. 证券法苑, 2012, (1): 213; 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; 刘成塘。金融衍生品内幕交易问题研究[M]. 北京：法律出版社，2018: 250; John P. Anderson. The final step to insider trading reform: answering the “it’s just not right” objection[J]. Journal of Law, Economics & Policy, 2016, 12(3): 279; 缪因知。反欺诈型内幕交易之合法化[J]. 中外法学, 2011, (5): 1074.

22. James J. Park. Insider trading and the integrity of mandatory disclosure[J]. Wisconsin Law Review, 2018, (6): 1133; 李激汉。证券内幕交易规制范围确定的内在逻辑[J]. 北方法学, 2022, (4): 99.

23. Seokjin Oh. Regulating carbon assets insider trading: a US-EU comparison to protect carbon market integrity[J]. Journal for European Environmental & Planning Law, 2023, 20(3-4): 326; 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.

24. 王怀勇，钟文财。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[J]. 证券市场导报, 2020, (12): 72.

25. 涂永前. 碳金融的法律再造[J]. 中国社会科学, 2012, (3): 98-101.
26. Paul Latimaer, Philipp Maume. Promoting information in the marketplace for financial services[M]. Springer International Publishing, 2015: 69.
27. Seokjin Oh. Regulating carbon assets insider trading: a US-EU comparison to protect carbon market integrity[J]. Journal for European Environmental & Planning Law, 2023, 20(3-4): 334-335.
28. 钟文财. 股市外内幕交易规制研究[D]. 重庆: 西南政法大学, 2021: 153-155.
29. 同注2.
30. [德]卡尔·拉伦茨. 法学方法论[M]. 陈爱娥, 译. 北京: 商务印书馆, 2003: 17.
31. 姜永义, 陈学勇, 王尚明. 《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》的理解与适用[N]. 人民法院报, 2020-04-30 (5).
32. 刘凌云, 王文君, 温宇璇. 期货内幕交易和利用未公开信息交易的规制冲突——兼向《期货和衍生品法(草案)》建言[EB/OL]. (2022-4-19)[2024-03-19]. <https://www.kwm.com/cn/zh/insights/latest-thinking/the-regulation-conflict-between-futures-insider-trading-and-trading-with-undisclosed-information.html>.
33. Danny Busch, Guido Ferrarini, Seraina Grünewald ed. Sustainable finance in Europe: corporate governance, financial stability and financial markets[M]. Palgrave Macmillan, 2021: 480-484, 491-492.
34. Danny Busch, Guido Ferrarini, Seraina Grünewald ed. Sustainable finance in Europe: corporate governance, financial stability and financial markets[M]. Palgrave Macmillan, 2021: 492.
35. Umweltbundesamt(德国联邦环保局). Emission trading and regulation of financial markets[R]. 2022: 24-25.
36. Andrew Verstein. Crypto Assets and insider trading law's domain[J]. Iowa Law Review, 2019, 105(1): 51.
37. Maydybura Alina, Andrew Brian. A study of the determinants of emissions unit allowance price in the European Union Emissions Trading Scheme[J]. Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 2011, 5(4): 123-142; Seokjin Oh. Regulating carbon assets insider trading: a US-EU comparison to protect carbon market integrity[J]. Journal for European Environmental & Planning Law, 2023, 20(3-4): 321-363.
38. BaFin. Information obligations for issuers: other types of inside information[EB/OL]. [2024-03-19]. https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel1/Kapitel1_2/Kapitel1_2_2/kapitel1_2_2_node_en.html.
39. 贺锐骁. 中国债券市场内幕交易法律规制研究[D]. 上海: 华东政法大学, 2020: 119.
40. 同注15.
41. 陈波. 论我国碳市场金融化的监管困境及其制度完善[J]. 证券市场导报, 2017, (9): 71-72.
42. Seokjin Oh. Regulating carbon assets insider trading: a US-EU comparison to protect carbon market integrity[J]. Journal for European Environmental & Planning Law, 2023, 20(3-4): 351-352; 同注17.
43. 刘明明. 论中国碳金融监管体制的构建[J]. 中国政法大学学报, 2021, (5): 47; 张阳. 中国碳排放交易所的本土异化与规制纠偏[J]. 环球法律评论, 2023, (2): 1.

(责任编辑: 李稷民)

(上接第13页)

- [15] 张鑫鑫, 王逸. 会计稳健性与公司融资约束——基于两类稳健性视角的研究[J]. 会计研究, 2013, (9): 44-50+96.
- [16] 张岩, 吴芳. 跟投制度与IPO定价——来自科创板的经验证据[J]. 经济管理, 2021, (6): 84-99.
- [17] Ahmed A S, Duellman S. Managerial overconfidence and accounting conservatism[J]. Journal of Accounting Research, 2013, 51(1): 1-30.
- [18] Ball R, Shivakumar L. Earnings quality at initial public offerings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 45(2-3): 324-349.
- [19] Ball R, Shivakumar L. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44(2): 207-242.
- [20] Ball R. Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure[J]. Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2001, 1(1): 127-169.
- [21] Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24(1): 3-37.
- [22] Breuer M, Hombach K, Müller M A. When you talk, I remain silent: spillover effects of peers' mandatory disclosures on firms' voluntary disclosures[J]. Accounting Review, 2022, 97(4): 155-186.
- [23] Capkun V, Lou Y, Otto C A, Wang Y. Do firms respond to peer disclosures? evidence from disclosures of clinical trial results[J]. Accounting Review, 2023, 98(3), 71-108.
- [24] Dechow P M, Kothari S P, Watts R L. The relation between earnings and cash flows[J]. Journal of Accounting and Economics, 1998, 25(2): 133-168.
- [25] Givoly D, Hayn C. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative?[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29(3): 287-320.
- [26] Hao J. Disclosure regulation, cost of capital, and firm values[J]. Journal of Accounting and Economics, 2023, 101605.
- [27] Khan M, Watts R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2-3): 132-150.
- [28] LaFond R, Watts R L. The information role of conservatism[J]. Accounting Review, 2008, 83(2): 447-478.
- [29] Leuz C, Wysocki P D. The economics of disclosure and financial reporting regulation: evidence and suggestions for future research[J]. Journal of Accounting Research, 2016, 54(2): 525-622.
- [30] Roychowdhury S, Shroff N, Verdi R S. The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: a review[J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 68(2-3), 101246.
- [31] Seo H. Peer effects in corporate disclosure decisions[J]. Journal of Accounting and Economics 2021, 71(1), 101364.
- [32] Truong P. Peer effects and disclosure timing: evidence from earnings announcements[J]. Accounting Review, 2023, 98(3), 427-458.
- [33] Watts R L. Conservatism in accounting part I: explanations and implications[J]. Accounting Horizons, 2003, 17(3): 207-21.

(责任编辑: 邹威)