

内幕交易论

杨亮 著

北京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

内幕交易论/ 杨亮著. —北京: 北京大学出版社, 2001. 12

ISBN 7-301-05343-6

. 内... . 杨... . 证券法—研究—中国
. D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 084114 号

书 名: 内幕交易论

著作责任者: 杨 亮 著

责任编辑: 杨立范 战 营

标准书号: ISBN 7-301-05343-6/ D · 0557

出版者: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: [http:// cbs .pku .edu .cn](http://cbs.pku.edu.cn)

电 话: 编辑部 62753121 发行部 62754140 出版部 62752015

电子信箱: [zpup@pup .pku .edu .cn](mailto:zpup@pup.pku.edu.cn)

排 版 者: 北京天宇盛业文化信息咨询有限公司

印 刷 者:

发 行 者: 北京大学出版社

经 销 者: 新华书店

890mm × 1240mm A5 开本 13. 25 印张 379 千字

2001 年 12 月第 1 版 2001 年 12 月第 1 次印刷

定 价: 23. 00 元

总 序

一、法律方法与经济问题

本套专著有一个共同的特点,就是作者们不约而同地采用法律方法研究经济问题。过去我们在二十多年的时间内,多看到用经济学的方法分析法律问题。特别国外法学界开展的轰轰烈烈的“法律的经济分析”,已有若干部专著翻译成为中文。而现在,在中国的大学和研究机构里,法律研究工作者开始进入经济学、公共管理学和工商管理学的领域,用法律的方法来研究这些边缘领域的问题。

在社会科学几个相近的领域,例如经济学、公共管理学、工商管理学和社会学等领域,都有法律研究的论文和著作,这种跨学科的研究成果,也越来越多了。在中国政府将“依法治国”定为基本国策之后,采用法律的思维与方法分析目前的经济改革问题也非常有意义。其意义就在于,我们所说的“依法治国”,不仅仅是表现在一个宏观的口号上,而是要将“依法治国”作为可以实际操作的、用来实际分析经济问题的、作为经济政策设计基础的法律方法。

记得前年,北大前校长,全国人大常委和人大财经委员会委员吴树青老师问我,依照《宪法》,“债转股”是否应该提交人大财经委讨论?我说需要研究一下法律,才能回答。最近,国务院关于“国有股减持与成立社保基金”的办法出台,又有人问我,这么大的财政支付转移,是否应该经过人大财经委开会讨论?我回答说,需要研究法律。直到我在写这个序的时候,相关的法律研究工作还在进行。我希望从法律制度变迁的角度和我国财经法制程序演进的过程中找出符合法律的答案。

不断遇到类似问题,使我开始研究与思考经济学家们提出的问题:“人大财经委员会的职权范围究竟是什么?”“人大财经委员会对于国家重大财政支付转移是否有权审议?”从法律学的角度来研究这

些经济学问题,本身就构成了一个重要的法律制度程序化和司法化的法学课题。

二、经济学家敏感,法学家稳重

还记得有一次,一位金融业界人士对我说:“改革十多年来,讨论经济改革的问题,几乎都是经济学者的声音,这不奇怪。目前,讨论《证券法》或公司治理的问题,也几乎都是经济学者的声音,这也不奇怪。奇怪的是,所有这些问题的讨论中,几乎听不到法学家的声音!”说到这里,这位朋友几乎用质问的口气对我说:“你们法学家们关心什么?为什么听不到声音?你们都干什么去了?”

我一下子被他的语气盖住了!当时我想不出用什么简单办法向他来解释。尽管我不完全同意他的看法,因为这里可能有他个人信息渠道的问题,也可能有社会媒体关注的偏好问题。但还有可能是更深层的问题,例如,在改革过程中,许多法律制度和程序都尚未定型,如果采用法律的方法,可能会增加改革的成本,特别是时间方面的成本等。

本套专著的作者们都是研究法律的,他们也可以称为是年轻的“法学家”了,因为他们已经发表了相当一批研究成果,从事法学专业研究的时间都在10年以上,司法实际工作2-5年以上了。他们长期研究的成果,似乎可以部分地回答前面那位朋友的问题了。法学家可能没有经济学家那样敏感,但是,法学家多数比较稳重。法学家的发言将影响经济政策与制度的设计,也影响经济操作与运行。经济发展要考虑效率,但是不能仅仅考虑效率,还要考虑到多数人的公平与程序的正义。我们的政府和社会都可能需要一段时间接受和适应法学家的分析方法和论证方法。

三、研究成果的意义

邀我写序的这套专著的作者们,经过三年多时间的专门研究,又经过一段时间的修改,才拿出这样厚重的成果来。我看到这些成果时,就像看到美国最高法院门前的铜铸灯柱底下基座的铜龟,给人以一种稳重、缓慢、深思熟虑的感觉。在比美国更早几千年的中国古代

的时候,政法合一的朝廷大殿,就有汉白玉雕刻的石龟。龟背上驮着记录历史的石碑,同样给人以庄严、持久、正义的印象。中外司法与法学研究在历史上流传至今,给人的形象方面的印象和感觉是非常类似,这种感觉在今天还有。

在不太讲究政治经济学基本理念的时光中,又是在变动未定型的过渡时期,经济学家关于对策性的看法是敏捷和回应迅速的。在回应中有许多是充满了智慧的解决方案和温和的中庸选择。相比之下,法学领域的回应还显得少些,也慢一些。有一个可能的答案,也是从本套研究性专著中解读到的:经济学家们谈论的是“物”(商品与交易),法学家谈论的是“人”(权利与义务)。

现实情况也是如此。市场中的“物”,无论是动产,还是不动产,几乎都成为商品,早已流通。现在,更加上升了一个台阶,市场将作为商品的物,进化到了证券化的虚拟资产的形态了。但是,法学这边的情况呢?《物权法》还在起草过程之中,该法案能否在今年内通过?目前还是一个未知数。但是,立法的稳重并不影响市场的发展,法学家们在实务性工作方面,特别在市场中的交易契约设计方面,已经在研究具体的问题,在这方面的成果,也已相当可观。

经济学家对问题的讨论,观点可以是多元化的,也有争论。但是,总的方法还是建立在一个统一的理论框架下和一致的假设前提下的。但是,法律则不同。法律天生就是对抗性的,生来就有正方与反方。抗辩是法律运作的方式,法律的逻辑和理念就是在这种对抗之中发展的。对抗性的法学,本身也导致了它的成果在外界人士看起来充满矛盾性和冲突性。甚至感到,这群人搞的不是科学,而是一种抗辩的技术。

四、国际与国内金融法的融合

如果有人要我用一句话来表达什么是国际金融法?我就会说,它是一张没有国界,只有金融中心与边缘关系的地图。如果说,国内金融法与国际金融法还有什么区别的话,只是时间上的区别了,我国加入WTO后,区别将越来越缩小。

如果我们承认一美元在美国和在亚洲都等于一美元的话,国际

金融的国界就越来越失去意义。而美元市场上中心与边缘的流通关系,就变得越来越有意义。任何国家国界之内的法律制度如果符合金融流通与发展规律的话,这个国家的经济与社会发展就会顺利,否则就曲折。荷兰的人口是俄罗斯人口的 10%,但是,荷兰的金融规模超过俄罗斯的规模。英国人口 6000 万,是印度人口的 6%,但是,伦敦金融市场的规模比印度大若干倍。这就是金融中心与边缘之间的关系之一。所以,区别国内与国际金融市场,在法律规则方面已经不如以往那样重要,重要的是发展中国家中的大国,如何抵御西方金融中心的垄断,将以美元为基础的金融中心从一极化,发展为多极化。

具体到我国,研究国际金融法与国内金融法是不可分的,而且这个领域范围之广袤,课题之宏大,数据之丰富,关系之复杂,都是非常吸引人的。特别是年轻人。这个天文般宏伟的领域,特别适合青年人研究与学习。因为,在这个领域比其他法学领域出新成果的机会要更大,创新成果也相对较多。这套专著的出版,就是一个例证。

本来这套专著的作者们要我写个小序,他们的书稿引发了上面一些话语,我感到有些喧宾夺主了。我感谢作者们以加速折旧的生活方式,写出了这样多的研究成果。学者们的生活,分为两个阶段,在学习的时候,取之于社会;而做研究的时候,特别是出成果的时候,是学者用之于社会和回馈于人民。

愿这些专业研究对金融业内人士有所帮助,对金融体制改革有所贡献。

吴志攀 谨致

2001 年 6 月 28 日

目 录

导 言.....	1
第一章 规制内幕交易的理论基础.....	3
第一节 内幕交易的界定与历史.....	3
第二节 内幕交易的危害分析.....	8
一、从内幕交易的道德义务谈起	8
二、对具体投资者的危害.....	10
三、对发行公司的危害.....	12
四、对为发行公司提供专业服务的中介机构及其他市场 媒介的损害.....	13
五、对证券市场整体乃至国民经济的危害.....	14
第三节 赞成内幕交易的理论	16
一、内部人报酬说.....	16
二、减少股价波动、提高市场效率说	19
三、私合同说.....	22
第四节 反对内幕交易的理论	24
一、公平与公众信任说.....	25
二、提高资源配置效率说.....	29
三、保护公司财产权益说.....	31
第五节 公开或戒绝规则	32
一、《证券交易法》之前的法律实践.....	32
二、《证券交易法》之后的法律实践.....	36
第二章 中国内幕交易的特点与原因	42
第一节 中国证券市场内幕交易的现状与特点	42
一、交易手段由简单到复杂、违法数额巨大	43
二、内幕交易主体以传统内部人为主、发案率暗数大	46
三、中介机构与上市公司联手.....	48

四、内幕交易与其他证券欺诈交错.....	51
第二节 中国证券市场内幕交易的原因	52
一、内幕交易的历史文化因素.....	53
二、内幕交易的经济社会因素.....	55
三、内幕交易的法律政策制度因素.....	63
第三章 规制内幕交易的法律演进	81
第一节 1934 年《证券交易法》以前	81
一、早期的证券立法与自律管理.....	81
二、《邮政欺诈法》	83
三、1933 年《证券法》第 17 节(a)和 17 节(b)	84
第二节 《证券交易法》至 1984 年《内幕交易制裁法》	86
一、1934 年《证券交易法》的第 9 节(a)(4)和第 10 节(b) ...	86
二、1934 年《证券交易法》的第 16 节	87
三、《规则 10b - 5》	87
四、Cady, Roberts & Co 案	91
五、Chiarella 案	96
六、《规则 14e - 3》	104
七、Dirks 案	106
第三节 80 年代以后的立法高潮与司法完善	115
一、《内幕交易制裁法》和《内幕交易与证券欺诈执行法》 ...	115
二、英国从《公司法》到《刑事审判法》	118
三、港台分别借鉴英美完善自己的内幕交易法律	120
四、从地方法规到人大立法:中国逐步加大规制内幕交易 力度	123
五、O Hagan 案	124
第四章 内幕交易的归责理论.....	133
第一节 古典特殊关系理论.....	134
一、古典特殊关系理论的确立	134
二、古典特殊关系理论的理解	138
三、古典特殊关系理论的涵盖范围	140
四、古典特殊关系理论的局限	146

第二节 信息泄露理论.....	146
一、Dirks 案所确定的标准	147
二、证明泄露信息者的“私利”	149
三、接受信息者没有进行证券交易时内部人或泄露信息 者的责任	149
四、分析人员法律责任的界定	150
五、接受信息者的明知	153
六、间接接受信息者的法律责任	155
七、接受信息者偶然获得内幕信息的责任	157
八、举证责任的承担	158
九、利用国际互联网进行信息泄露	160
第三节 盗用理论.....	161
一、盗用理论的提出	161
二、盗用理论的演变	164
三、盗用理论中各种盗用关系分析	169
四、私利测试标准是否适用于盗用信息的泄露信息者	174
五、“知道或应该知道”的测试标准是否适用于接受信 息者	175
六、接受信息者交易不构成违法时泄露信息者的责任	176
七、遥远接受信息者的责任	177
第五章 内幕交易的结构分析.....	178
第一节 内幕信息.....	178
一、内幕信息的界定	178
二、内幕信息的重要程度	180
三、信息的公开程度	189
第二节 内幕交易主体.....	199
一、传统内部人	200
二、推定内部人	205
三、泄露信息者和接受信息者	209
四、盗用信息者	210
第三节 内幕交易.....	211

一、交易证券	211
二、交易行为	215
三、主观故意	218
四、“与证券买卖有关”	225
第四节 内幕交易的抗辩	227
一、一般抗辩	227
二、特别抗辩	230
第六章 内幕交易的预防机制	233
第一节 报告持股数量及其变动情况	233
第二节 禁止内部人交易本公司的股票	237
第三节 依法准确及时进行信息披露	238
第四节 短线交易的利益归入公司	240
一、归入权的行使主体	242
二、归入权的规制对象	244
三、短线交易的计算期限	247
四、买入和卖出的确定	249
五、短线交易利润的计算方法	253
六、短线交易的责任豁免——雇员福利计划	253
第五节 中介机构和上市公司的操守责任	254
一、施加操守责任的法律要求	254
二、律师事务所、会计师事务所	258
三、金融中介机构	261
四、上市公司	280
第七章 内幕交易的法律后果	287
第一节 内幕交易案件的查处	287
第二节 刑事责任	300
第三节 行政责任	306
一、禁止令、中止和终止令	307
二、吐出非法所得与没收非法所得	310
三、民事罚款与行政罚款	312
四、市场禁入与业务资格限制	317

五、诉讼时效	321
第四节 民事责任.....	324
一、投资者追偿与公司追偿的优劣	324
二、享有民事诉权的前提：证券交易买方或卖方.....	326
三、明示的民事诉权与默示的民事诉权	332
四、对“同时交易者”的界定	334
五、盗用信息而进行内幕交易的案件中如何确定诉权	340
六、如何确定民事诉权的转移	341
七、内幕交易的法律效力	343
八、损害确定	346
九、损害与被告行为之间的因果关系	352
十、次级责任	358
十一、被告的抗辩	359
第八章 跨境内幕交易的国际监管.....	361
第一节 国家单边法律监管.....	362
一、域外管辖权	363
二、国外送达的程序	366
三、在国外调查的障碍	368
第二节 双边合作监管.....	370
一、司法协助条约	370
二、谅解备忘录	373
三、中国的国际监管合作	377
第三节 区域性国际合作监管.....	380
一、市场准入的指令	381
二、信息披露的指令	382
三、内幕交易指令	383
第四节 全球性合作监管.....	385
一、证监会国际组织	385
二、WTO 金融服务贸易协议	394
参考资料.....	401
后 记.....	408

导 言

1934 年,美国参议院下属的银行和货币委员会在其关于证券交易所的报告中指出:在听证会上所暴露的所有邪恶做法中,最严重的就是公司的董事和高级管理人员公然违背其诚信义务,利用其所处的职责地位和掌握的机密信息来从事证券交易活动。这里所说的邪恶做法,就是证券监管机构和一般投资者所深恶痛绝的内幕交易。

* 在本书中,凡涉及英文的地址、姓名、案例名称以及资料来源时,除学术界熟悉或约定俗成的名词术语外,笔者都保留了英文原文而没有翻译成中文,这主要基于两方面的考虑:其一,对愿意阅读、批评本书的读者来说,这些英文应该不构成障碍;其二,保留原貌能方便读者顺利、快捷地查阅所引用的资料。对此,笔者感触颇深,由于很多人名、地名及术语的翻译尚未统一,且英文本来就有自己独特的习惯,有些作者将英文的案例名称、资料来源译成了中文,不仅没有方便读者,反而给读者查对原文增添了不必要的麻烦。

* * 笔者在撰写本书时,尽可能持严肃、认真、谨慎的态度,凡转引的资料(包括案例、报告)大多数指明了原出处,有些没有指明的,笔者借助 WESTLAW 系统基本上都核对了原文。

* * * 在本书中,主要以公司股票(同时也包括债券、期权)为例来展开对内幕交易的研究,因此书中在不同的环境下分别使用“公司”或“发行人”、“股票”或“证券”;此外,在本书中披露与公开同义,都是指英文中的“disclose”或“disclosure”。本书中英文术语的翻译,主要参照香港证监会主编的《英汉证券、期货及财务用语编》一书,1999 年 4 月版。

* * * * 为行文的方便和避免不必要的重复,考虑到出现的频率和次数,在本书中:中国《证券法》特指 1998 年 12 月 29 日通过、1999 年 7 月 1 日生效的《中华人民共和国证券法》;中国《刑法》特指 1997 年修订的《中华人民共和国刑法》;《股票条例》特指 1993 年 4 月 22 日由中国国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》;《暂行办法》特指 1993 年 8 月 15 日由中国国务院证券委颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》;《证券法》特指美国的 1933 年《证券法》;《证券交易法》特指美国 1934 年《证券交易法》;英国《刑事审判法》特指英国 1993 年《刑事审判法》;台湾《证券交易法》特指 1988 年修订的中国台湾《证券交易法》;《证券(内幕交易)条例》特指中国香港特别行政区的《证券(内幕交易)条例》;人民法院指中国的法院,最高法院、上诉法院、法院除特别指明外,是指美国的相应法院;有关案件除特别指明外,是指美国法院、证券交易委员会裁决的案件。

1998 年,中国《证券法》在第三章专列了一节来规定“禁止的交易行为”,其中列首要禁止地位、占有条文最多、规定最详细的也是内幕交易。

正如一位美国作家在一部揭露华尔街内幕的专著中写道:“(内幕交易)每天、每小时、每分钟都发生,有时甚至连星期天都不休息”。内幕交易可能与证券市场一样历史悠久。

那么,中国的情况如何呢?中国证券市场经历了近 10 年的风风雨雨,目前已发展成为在国际上具有举足轻重地位的新兴市场。千呼万唤始出台的《证券法》,标志着中国证券市场已经告别摸着石头过河的试点阶段,逐步走向规范、成熟的发展新时期。但是,中国也不是内幕交易的净土,中国证券市场的法治之路尚任重道远。就内幕交易而言,据笔者所知,到 2001 年 6 月底为止,经中国证券监督管理委员会(简称中国证监会,CSRC)公开处罚的内幕交易案件仅有 8 起,但业内人士都承认事实上内幕交易几乎每天都在发生。为什么会产生如此大的反差?究竟什么是内幕交易?内幕交易在中国有什么与众不同的特点?包括《证券法》在内的现行证券法律制度是否能担负起规制内幕交易的使命?如何来防止和制裁内幕交易?受内幕交易侵害的受害人如何运用法律武器来寻求损害赔偿、维护自己的合法权益?

这些可能是读者非常关心的问题,也正是笔者在本书中所试图回答的问题。

参见该法的第 67 条、第 68 条、第 69 条、第 70 条。

Gene G. Marcial, *Secrets of the Street: the Dark Side of Making Money*, 2, (1996) .

第一章 规制内幕交易的理论基础

第一节 内幕交易的界定与历史

内幕交易在美国、英国称为内部人交易,在台湾称为内线交易。本书研究的证券市场中的内幕交易,以证券交易所为主,也包括柜台交易市场。同时,证券市场中的内幕交易也并非一定是匿名的,因为内幕交易事发后,可以证实交易对方的身份;且有些股票的大额交易(block trades),是通过当事人之间相互协商达成的。因此,证券内幕交易也可能是面对面的交易,所以本书所探讨的内幕交易,涵盖通过证券交易所主机撮合成交的证券交易和面对面协商达成的证券交易。

给内幕交易下一个精确的定义非常困难,正是基于这个原因,在规制内幕交易法律最发达的美国,无论是立法机关的国会、司法机关

在英文中,内幕交易的用词在不同的国家和地区有所不同。美国、加拿大以及澳大利亚用的是“insider trading”,英国用的是“insider dealing”,香港受英国的影响,也沿用“insider dealing”一词,并设有“Insider Dealing Tribunal”(内幕交易审裁处)来专门审理内幕交易案件。由于英文中的“insider”是指“内部人”,考虑到外部人也可能获取内幕信息并从事交易,很多学者在使用“内部人交易”一词时,并不限于经理、雇员等公司内部人,而是取其广义。因此,美国学者认为,从这个意义上说英文中“内部人交易”实际上是一种用词不当。所以,笔者觉得还是使用中国文字的“内幕交易”恰当。此外,美国学者还认为使用内幕交易一词有循环定义之嫌,因为内幕交易一般都是指非法的证券交易,但是在有些场合拥有内幕信息的人却可以合法地进行证券交易。See, L. Loss & J. Seligman, *Securities Regulation*, Third Edition, Volume VII, p.3448, (1991); William K. S. Wang & Marc I. Steinberg, *Insider Trading*, pp.1 - 2, (1996); Donald C. Langevoort, *Insider Trading: Regulation, Enforcement, and Prevention*, p.6, (1999)。

中国《证券法》中也规定了当事人之间通过协商而进行证券交易的情形,如第四章“上市公司收购”中所规定的“协议收购”;此外,上海证券交易所、深圳证券交易所的交易规则中还规定了非交易过户,这也是一种面对面的交易。

的最高法院还是证券监管机构的证券交易委员会(SEC),都不愿意对内幕交易作出准确的界定。非常奇怪的是,到1984年之前,在美国国会的所有证券立法中,都没有出现内幕交易一词,尽管司法实践中出现的内幕交易案例已经数不胜数。

但是,学者却没有像立法、司法和监管机构那么谨小慎微,从法学研究和教学的需要出发,众多的专家、学者给内幕交易下了许多大同小异的定义。在本书中,笔者也不避才疏学浅,结合中国有关的立法将内幕交易定义为:

内幕交易是指内幕人员或其他非法获取内幕信息的人员,以获取利益或减少损失为目的,自己或建议他人、或泄露内幕信息使他人利用该信息进行证券发行、交易的活动。

对该定义可以从四个方面来理解:其一,内幕交易的主体具有相对的确定性,主要是传统内部人(包括发行人的董事、监事、高级管理人员以及持有一定比例股份的大股东)、推定内部人(包括律师、会计师、证券交易所、证券监管机构及其工作人员)等;其二,从事内幕交易的目的是获取利益(利用利好信息)或避免损失(利用利空信息),如果是以取得董事资格为惟一目的或真诚地履行有关义务或其他原因而进行证券交易,则不属于内幕交易;其三,在进行证券交易时拥有重要的非公开的内幕信息,但不包括根据公开的信息通过私人努力而得出的私人信息;其四,内幕交易的行为方式主要有三种——自己交易证券、建议他人交易证券和泄露信息使他人交易证券。

内幕交易源于证券欺诈(fraud),而证券欺诈的历史可以追溯到

哈佛大学法学院院长克拉克教授认为:“内幕交易是指某些人利用内部关键信息买卖一个公司的股票”,参见克拉克等著,胡平等译:《公司法则》,工商出版社1999年版,第218页;台湾罗怡德博士根据台湾《证券交易法》第157条(1)款的规定,认为内幕交易是指若干知道有关上市公司未公开之重要消息者,不法地利用此项消息,从事有关该公司股票的买进或卖出的行为。参见罗怡德:《证券交易法》,台湾黎明文化事业股份有限公司1991年版,第2页。

参见:《暂行办法》第3条;中国《证券法》第67条;中国《刑法》第180条。

详细分析请参阅本书的第五章:内幕交易的结构分析。

证券交易的伊始。世界上最早的证券交易所诞生于 1531 年的荷兰安特卫普,1611 年阿姆斯特丹证券交易所成立,荷兰的东印度公司股票首次挂牌交易,随后,伦敦紧步阿姆斯特丹的后尘。1792 年 5 月 17 日纽约市 24 位积极参与证券交易的商人达成了在世界证券市场发展史具有里程碑意义的梧桐树协定(Buttonwood Agreement),标志着纽约证券交易所的诞生。17 世纪发生的荷兰郁金香投机狂潮、18 世纪的英国南海集资泡沫案、法国密西西比泡沫案可能是早期影响最大的证券欺诈案件。1814 年在英国发生的利用拿破仑大败于滑铁卢的内幕信息炒股获利是世界上第一起内幕交易案件,1856 年英国已有了内幕交易的判例,1891 年美国也出现了涉及内幕交易的衡平法判例,这些事件或案件表明证券欺诈与证券

吕国梁编著:《金融陷阱与骗局》,中国金融出版社 1998 年版,第 9 - 19 页。

Gil Brazier, *Insider Dealing: Law and Regulation*, p.15, (1996) 非常有意思的是,世界上几大证券交易所的缘起很有讲究,伦敦证券交易所于 1773 年成立于一家小咖啡馆中,纽约证券交易所于 1792 年诞生于梧桐树下,而新中国的第一家证券交易所——上海证券交易所则于 1990 年 12 月成立于外滩的外百渡桥畔。See Susan m. Philips & J. Richard Zecher, *The SEC and the Public Interest*, pp. 5 - 6, (1982) .

早在 18 世纪初叶,纽约华尔街 68 号前的梧桐树下就已有商人专门买卖证券,1792 年 5 月 17 日,这些商人签订了历史上著名的梧桐树协定,此乃纽约证券交易所的缘起。1817 年,证券交易由室外转入室内,从而开始了现代证券交易所的雏形,到 1863 年正式定名为纽约证券交易所。参见赖英照著:《证券交易法逐条释义》第 3 册,中国台湾 1987 年 3 月初版、1992 年 8 月第 6 次印刷。梧桐树协定的内容主要有二:一是协定各方相互给予对方优惠;二是实行固定佣金,协定各方不得采用降低佣金的方式竞争。See Susan m. Philips & J. Richard Zecher, *The SEC and the Public Interest*, pp. 5 - 6, (1982) 这两项规定到今天还继续发挥着作用,其中有关固定佣金方面,美国于 70 年经过证券交易委员会的巨大努力,才废止了纽约证券交易所的固定佣金制,See Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street*, 445 - 482, (1995);而中国目前证券公司通过上海证券交易所、深圳证券交易所代理客户买卖证券,仍然实行固定佣金制,其中有些证券公司出于竞争的需要,私自给客户返还佣金还受到中国证监会的批评和制止。

在 17 世纪末,就有专门的报纸来刊登在证券交易所交易的商品或股票的价格。随着交易量的急剧增加,今天所谓的操纵市场和内幕交易也不时有闻。Gil Brazier, *Insider Dealing: Law and Regulation*, pp. 8 - 9, pp. 15 - 16 (1996) .

吕国梁编著:《金融陷阱与骗局》,中国金融出版社 1998 年版,第 3 - 52 页。

Crowell v. Jackson, 53 N. J. L. 656, 23 A. 426, 427, (c. App. N. J. 1891) 转引自刘丰名:《国际金融法》,中国政法大学出版社 1996 年版,第 209 - 221 页。

市场呈现共起伏、同兴衰的局面,证券市场上欺诈与反欺诈的战争一刻也没有停止。

1929 - 1933 年股市大萧条以后,为了探求危机发生的原因及吸取教训,美国国会组织了历史上著名的帕克拉听证。在这次听证中暴露出美国证券市场上证券欺诈耸人听闻:(1)虚假陈述盛行:在 10 年中,某金融评论家曾接受 286279 美元,来寻找记者撰写文章吹捧 61 只股票,参与的记者包括在华尔街呼风唤雨的《纽约时报》、《华尔街杂志》、《纽约晚报》、《纽约先驱论坛报》等;(2)操纵市场频繁、内幕交易普遍:某公司在 1929 年 3 月的一周内通过操纵美国广播公司的股票,获利达 500 万美元;参与交易的有上市公司首席执行官的妻子和其他内幕人员。某金融评论家通过操纵 30 个集合基金(pool operation)赚取了近 200 万美元的利润。

帕克拉听证导致了美国第一部证券法律——1933 年《证券法》的出台。该法的第 17 条是世界上最早规制内幕交易的证券法律;随后颁布的 1934 年《证券交易法》进一步完善了禁止包括虚假陈述、操纵市场、内幕交易在内的证券欺诈行为的规定。1961 年的 Cady, Roberts Co. 案是证券交易委员会处理的第一起有重大影响的内幕交易案件;1966 年的 SEC v. Texas Gulf Sulphur 案则是由美国法院审理的第一起被广泛援引的内幕交易经典判例。

1979 年发生、1980 年由香港财政司向内幕交易审裁处提交的内幕交易案件——和记黄埔公司内幕交易案,是港英政府 1978 年修订《证券(内幕交易)条例》以后的第一起案件。由于《证券(内幕交易)条例》没有对内幕交易规定惩罚措施,也未提供民事救济手段,香港历史上第一起内幕交易案件以证据不足、涉案人不构成内幕交易而告终。

杨亮:“美国证券立法风云录之二:帕克拉听证”,《金融法苑》,法律出版社 1999 年第 9 期。

See Report of the Insider Dealing Tribunal to Inquire into Possible Insider Dealing in the Ordinary Shares of Hutchison Whampoa Limited.