

北京大学法律系金融法研究中心推荐

证券欺诈 及对策

白建军 著

中国法制出版社



396948

证券欺诈及对策

白建军 著



中国法制出版社

导 论

【内容提要】

一、相对立法而言，我国的证券欺诈研究是超前研究，而相对我国现实生活中的证券欺诈行为而言，该课题的研究已经滞后。

二、证券、证券欺诈、证券犯罪的界定。

三、以往研究所提供的视角。

四、本书内容简介。

—

有些刑法学、犯罪学、证券法学的专著往往出于这样一个假定：读者是为了获取某种专门知识才求教于这些书籍——这些专门知识要么是刑法问题，要么是犯罪学问题，要么是证券法问题。而且，随着这些领域内的知识不断更新和发展，呈现给读者的知识越来越趋于深奥、尖端，以致学科间的鸿沟越来越深，理论叙述越来越狭窄。其实，证券欺诈是一种涉及多学科知识背景的违法犯罪现象。因此，本书假定读者已经熟悉刑法，或者只了解犯罪学，或者只熟知证券交易，在没有充足的时间去系统研读另一领域的专门知识的情况下，又希望换个角度了解证券欺诈问题。对这些读者来说，本书也许会提供些帮助。

在中国《证券法》尚未颁布的今天，“证券欺诈”这个概念的内涵外延尚无相当权威的法律意义上的界定。至于哪些行为构成证券犯罪，哪些行为只是一般的证券违法行为，即证券业中罪与

非罪界限的划定，更是无法可依。从这个意义上说，着手这个题目的研究是否过于超前呢？

其实不然。理由是，不论法律对证券犯罪的内涵、外延是否已有界定，在我国现时的证券业中，应当被界定为犯罪或者已经被国外有些法律界定为犯罪的那些行为已是客观存在。已经出生尚未起名的婴儿，毕竟已经是个婴儿，只是还没有名字。我国恢复证券市场几年来，象内幕交易、操纵市场、虚假陈述、欺诈客户以及证券业中特有的其他形式的违法犯罪现象，屡屡披露于报刊。证券欺诈已经成为我国证券业乃至整个经济体制改革的一大障碍。如此说来，相对立法而言，我国的证券欺诈研究的确属于超前研究，而相对我国现实生活中的证券欺诈行为而言，我们的研究已经滞后。我国当前的证券市场中，证券法律关系主体的哪些利益需要刑事法律的保护？哪些行为应当规定为刑事犯罪？为什么有些行为应规定为犯罪，而有些行为不应规定为犯罪？这些问题正是需要笔者和本书读者共同思考并回答的问题。相信这些问题的回答，将有助于正在进行之中的证券法、证券刑法的制定。换句话说，对已经制定并颁布的法律规范加以解释固然重要，但法律的解释性研究并非整个法学研究的全部。在立法之前，对有关问题深入探讨，也是法学研究的重要方面。所以，如果说当下的课题有些超前，那么，这种超前也是必要的。

二

为了使接下来的讨论不因对同一概念的不同理解而陷于混乱，现就几个概念加以界定：

1. 证券。

本书所说的证券，仅指股票、债券，即狭义上的证券。通常，证券是指表明财产所有权或债权的凭证。广义上的证券包括货物

证券、货币证券和资本证券。比如，提单就是货物证券，商业票据就是货币证券。而股票、债券属于资本证券，它表明对一定本金所带来的收益的请求权。此外，提到“证券”，还可以使人联想到许多东西，如期货和投资基金。期货交易是指交易双方成交后，交割和清算按契约中规定的价格在远期进行。在期货交易中，买卖的对象是商品和证券的未来利益。投资基金也是一种投资工具。投资者购买基金券，交由专门的管理者集中托管，从事有价证券和实业项目的投资。在这些行业中，都可能发生各种形式的违法犯罪行为。例如，货物证券和货币证券都可能成为某些诈骗犯罪和伪造犯罪的工具或者对象。再如，期货业和投资基金业中，也可能有内幕交易、操纵市场、挪用客户保证金、欺诈客户、散布虚假消息引诱他人买卖等行为。但是，既然本书将“证券欺诈”中的“证券”一词限定在股票债券的范围之内，那么，所有这些涉及货物证券、货币证券、投资基金券、期货交易的欺诈行为，都不在讨论之列。换句话说，这里所说的证券欺诈，就是股票债券欺诈。

如果对股票债券的有关知识不十分熟悉，了解一下它们的特点，将有助于以下各章节的讨论。具体来说，股票就是代表股份资本所有权的证书。其特点有四：（1）收益性。如果发行股票的公司经营效果较好，并得到投资者的看好，持有股票的投资者可以获得股息、红利和股价上升前后的资本差价收益。（2）风险性。如果发行股票的公司经营效果不好，或者由于种种原因在证券市场中受到投资者的冷落，持有股票的投资者不仅得不到股息红利，还可能血本无归。（3）永久性。投资者一旦购买了某种股票，就不得向发行该股票的公司提出退股。（4）流动性。投资者虽不能退股，但可以持股票在证券市场中自有买卖转让。债券是公司、国家、地方政府及有关部门为筹措资金，向社会公众发行的，保证按期向债券持有者支付利息并偿还本金的凭证。债券也有收益性、

风险性和流动性。但是，股票与债券有很大不同。二者最明显的区别是，由于债券的持有者是发行者的债权人，而股票的持有者是发行人的股东，因此，债券到期还本付息，而股票持有者不得向公司要回股本，如需资金，可以在证券市场上出售。此外，二者的风险和收益也不同。债券的收益是固定的，不以发行人经营效果的好坏为转移。而股票的收益多少与有无，取决于发行人经营状况和股价行情，也许大赚，也许大赔。最后，股票的发行人只是股份公司，而债券的发行人除了公司企业以外，还包括国家及政府有关部门。

如果对股票债券的这些特点一无所知，就很难理解为什么有些内幕人员要利用知悉的内幕信息先于其他投资者买卖证券，为什么有些投资者要抬高、压低、稳定证券价格，为什么有些证券经营机构的工作人员会欺骗客户，为什么发行证券的公司会在信息公开文件中进行虚假陈述。如果对证券欺诈的手段不知所以然，就谈不上法律责任的确定，更谈不上证券欺诈的预防对策。

2. 证券欺诈。

细分起来，有三个意义上的欺诈。第一，民法意义上的欺诈，即侵权法意义上的欺诈。这个意义上的欺诈不构成刑事犯罪。第二，刑法意义上的狭义欺诈，即刑法中规定的诈骗罪。第三，刑法意义上的广义欺诈。即应由刑法加以规范、禁止的一切以虚构事实掩盖真相的方法使人上当受骗的行为。除了诈骗罪以外，还包括诸如贪污、贿赂、投机倒把、招摇撞骗、伪造行为等等。这些行为的共同点是，它们都与“骗”有关，都以“骗”为基本特征。本书所称证券欺诈中的“欺诈”，是指第三个意义上的欺诈，即刑法意义上的广义欺诈。对这个意义上的欺诈，有这样几个限定：第一，它是指构成刑事犯罪的欺诈，而不是民法意义上的欺诈。就是说，它具有较大的社会危害性和当罚性，是应当被犯罪化的一些危害行为。第二，作为刑事犯罪，证券欺诈中的“欺

诈”不是一个独立的罪名，而是因不同犯罪构成要件而成立的各种犯罪的总称。各种证券欺诈行为之间不仅罪名罪状各异，甚至侵害的同类客体都不同。就是说，欺诈比诈骗的范围要广泛得多。例如，有学者认为，欺诈可以分为两种：一是以占有他人财产为目的的欺诈，二是虚假陈述的欺诈。比如说，骗取贷款并占有贷款，就是以占有为目的的欺诈，而虚构贷款理由获取贷款但不准备赖帐，就是虚假陈述的欺诈。如果说诈骗罪的概念能够包含以占有为目的的欺诈的话，显然无法包括虚假陈述的欺诈。而虚假陈述的欺诈也是欺诈。大欺诈的概念将所有这些形形色色的欺诈都包括在自己的范围之内。

按照这一界定，所谓证券欺诈，就是发生在股票、债券的发行、交易过程中的，由刑法加以规范、禁止的一切以虚构事实掩盖真相的方法使人上当受骗的行为，包括内幕交易、操纵市场、地下信用交易、欺诈客户、虚假陈述等几种表现形式。

3. 证券犯罪。

上述意义上的欺诈只是犯罪的一种形式。除了证券欺诈以外，与证券市场有关的刑事犯罪还有许多表现。所谓证券犯罪，是指一切与证券有关的刑事犯罪。就是说，“证券犯罪”的概念包含了“证券欺诈”的概念，证券欺诈只是证券犯罪中的一种。不属于证券欺诈但包括在证券犯罪范围之内的犯罪主要有以下几种情况：（1）抢劫证券经营机构、盗窃股票、盗窃投资者信息资料偷抛股票。这些行为也是刑事犯罪，但不以欺诈为其基本特征。例如，1994年10月24日下午1点50分，交通银行沈阳证券分公司内发生了国内首例持枪抢劫证券公司案。案犯安刚是一股民，因借钱炒股失利，萌生了抢劫的恶念。结果，持枪抢劫沈阳证券，造成一死四伤的恶果。沈阳中级人民法院以抢劫罪、杀人罪判处安刚死刑^①。

^① 参见1994年10月28日和11月2日《中国证券报》。

(2) 证券经营机构工作人员严重不负责任，玩忽职守，造成巨大损失的行为。这种行为也属于刑事犯罪，但欺诈也不是这种行为的主要特征。例如，1994年1月21日，某证券公司场内交易员徐某操作疏忽，以20元高价误将卖出81万股“广船”股票，打成“买入”。显然，以不可能成交的高价卖出，不会有人买进。但出离谱的高价买入，乐意出手卖出者当然大有人在。结果，当日“广船”股票以20元的价格开盘，比前一个收盘价的6.5元上扬202%！错报的81万股均立即成交，给徐某的证券公司造成1200万元的损失。上海市虹口区人民法院审理此案后，以玩忽职守罪判处徐某3年有期徒刑^①。(3) 与股票债券有关的行贿、受贿、贪污等行为。此类行为虽然也出于不可告人的非法目的，甚至具有欺骗的特征，但这些行为可能与证券的发行、交易过程无关。例如，原四川三峡物资产业（集团）股份有限公司董事长兼总经理陈太鑫利用职务之便，贪污股权证4.5万元，被判处8年有期徒刑^②。上述三种情况都可以称为证券犯罪，但不属于证券欺诈的范畴，因而不属于本书的研讨范围。

三

本书并非该领域中的第一本专著。在此之前，国内外学者对证券欺诈这个题目已有一些著述。简要回顾一下这些研究成果，并对这些成果给予应有的注意，会有助于接下来的讨论。1984年，美国学者夏皮罗（Susan P. Shapiro）就出版了《股市旁门》（Wayward Capitalists: Target of The Securities And Exchange Com-

^① 参见陆世友等《证券市场与证券犯罪探论》，立信会计出版社，1995年8月版，第237—238页。

^② 参见1995年2月7日《中国证券报》。

mission) 一书，对美国的各种证券欺诈行为及其对策作了专门研究。该书是美国耶鲁大学白领犯罪研究系列丛书的第一部专著。1991年，笔者在纽约客座研究美国白领犯罪问题时，麦克·缪肯内幕交易案正闹得媒介沸沸扬扬。接着，《股市旁门》一书引起了笔者对证券欺诈问题的浓厚兴趣。但在当时的一段时间里，笔者对“Wayward”一词一直不知所云。在英语中，“Wayward”一词的字面意义是“任性的”、“个性无常的”、“捉摸不定的”等等。显然，这些词语都很难准确概括证券欺诈的基本特征。后来，笔者向一外国友人讨教，加上两年来对证券欺诈问题的不断研究，直到今天，才开始体会到夏皮罗女士之所以用这个词描述证券欺诈的道理所在。按照夏皮罗女士的描述，证券欺诈是证券市场中不法投机者的一种行为方式，这种行为方式的基本特征是避开证券市场的通行规范，通过旁门左道赚取不义之财。“旁门”即不正经的门路，“左道”即邪门歪道或邪魔外道。因此，“Wayward”译为“旁门左道”比较贴切。例如，有些上市公司的内幕人员，不是根据公开的信息资料买卖证券，而是利用履行职务过程中知悉的公司内幕信息抢先买进卖出证券，获取非法利益（内幕交易），此法冠之以股市中的旁门左道名副其实。还有些人不是根据股市供求关系的变化决定买进卖出，而是通过人为操纵，使股价朝着有利于自己的方向变化（操纵市场），此法冠之以股市中的旁门左道也名副其实。还有人不是靠增加生产、提高效益的正道向股市筹集资金，而是靠财务报表中弄虚作假骗取投资者的青睐（虚假陈述），此法冠之以股市中的旁门左道也名副其实。还有人不是靠自身实力拼搏于证券市场，而是靠盗用别人的资源为自己赚钱（地下信用交易或欺诈客户），此法冠之以股市中的旁门左道也名副其实。凡此种种，都是证券欺诈的具体表现。

中国自恢复证券市场以来的几年中，已知和未知的证券欺诈案件相信不会太少，不仅引起了政府监管机关的重视，也吸引了

不少学者的注意。在这方面，当首推上海社会科学院法学所顾肖荣教授及其同事们。1994年11月，上海人民出版社出版了顾肖荣教授主编的《证券违法犯罪》一书，这是我国近年来第一本研究证券欺诈问题的专著。此后，1995年8月，立信会计出版社又出版了华东政法学院陆世友教授、刘宪权副教授、上海市闵行区人民法院副院长张天轮合著的《证券市场与证券犯罪探论》一书。除了上述三本专著外，还有一些论著也对证券欺诈问题作了探讨。

这些研究为读者提供了四个方面的视角：第一，从国家专门监管机关对证券市场的监管实践活动看证券欺诈。例如，夏皮罗的《股市旁门》一书就是作者得到美国证监会（SEC）的许可，在该部门长期调查分析大量公开、未公开信息资料的基础上写成的。该书详细介绍了美国证券监管机关获取有关证券违法犯罪信息情报的来源、渠道、方法以及处理程序，归纳总结了证券欺诈防范实践的经验 and 理论。第二，从刑法看证券欺诈。在这方面，学者们主要是根据刑法学原理，对各种证券欺诈的罪名、罪状、犯罪构成、罪与非罪的界限、刑事责任等问题加以探讨。例如，前述顾肖荣教授的《证券违法犯罪》一书和陆世友教授等合著的《证券市场与证券犯罪探论》一书，都在这方面作了重要尝试。第三，从证券法看证券欺诈。只熟悉刑法，或者只熟悉证券法，面对证券欺诈这一课题时都会遇到一定困难。因为证券欺诈是一种极具行业特点的违法犯罪行为。只有既了解刑法又了解证券法，才可能升任这个课题的研究。在这方面，除了前面提到的学者以外，不少中国学者都在尽力使自己的研究符合这一要求。第四，从社会学看证券欺诈。在夏皮罗的《股市旁门》中，对各种证券欺诈的统计分布、违法行为、被害人、加害人之间的数量关系等问题都作了社会学的描述和分析，为后人的进一步研究提供了丰富的素材。

但是，当笔者开始接触证券欺诈研究时，还是对不少问题感

到困惑。首先，到底什么是证券欺诈？对此，学者在不同的论著中有不同的提法。有的称为证券欺诈，有的称为证券犯罪，有的称为证券违法犯罪。显然，这些不同的提法分别规定了各自的研究对象，它的内涵和外延。还有，怎样说清楚证券业中罪与非罪的界限？在这方面，仅仅从概念上找出犯罪与其他违法行为之间的不同点倒也不难。问题是面对实实在在的案件，靠概念上的几条区别解决不了问题。因为证券欺诈是发生在复杂的经济关系中的侵害行为，毕竟不同于传统的街头犯罪。传统犯罪的伦理道德意义显而易见，表现形式也比较直观。而证券欺诈的悖德性看上去比较模糊，其危害性也很难准确度量。从某种意义上说，罪与非罪的界限问题是证券欺诈研究的一个关键性问题。再有，到底怎样解释证券欺诈的原因？如果说穷人因为穷而杀人越货盗窃抢劫，那么，有权有钱的内幕人员、资金大户乃至上市公司本身，为什么要违法犯罪呢？所有这些，都是本书加以讨论并希望回答的问题。

为了寻求上述问题的大案，笔者曾得到许多专家的指教。如，中国证监会法律部的全体同志，中国人民银行总行监察局的同志，上海金融法制研究会的同志，以及我的老师、同事、家人、帮我收集资料的学生等等，都对本书的写作提供了巨大帮助。在此，我和我的读者一起，对这些好人表示衷心地感谢。

四

本书前五章着重讨论了内幕交易、操纵市场、地下信用交易、欺诈客户、虚假陈述等五种证券欺诈行为。这部分的讨论基本上属于刑法学、证券法学范畴内的探讨，对五种证券欺诈犯罪的法律特征，构成要件进行了分析和比较。在第六章中，作者用“资源优势的滥用”概括了证券欺诈的基本特征，并对证券业中罪与

非罪的界限问题、此罪彼罪的区划问题进行了比较研究，还专门论述了各种证券欺诈在严重程度上的定序关系。这几章可以归结为对证券欺诈的描述性研究，试图回答证券欺诈“是什么”的问题。此后，该书第七章着重从犯罪学的角度进入证券欺诈的原因分析，提出“缺乏针对资源优势利用的制衡机制，是资源优势被滥用的原因，因而也是证券欺诈的重要原因”，并对“原因的原因”作了比较独特的分析。这一章可以归结为证券欺诈的解释性研究，试图回答“为什么”的问题。最后，在第八章中，透过证券欺诈的高暗数现象，着重从提高证券市场的可视性和能见度方面分析了证券欺诈的对策。

最后，本书没有采取先介绍研究的一般性结论然后再分别讨论证券欺诈的各种具体表现的通常做法，而是从认识一个个具体的证券欺诈类型入手，进而分析证券欺诈的一般性问题。之所以如此安排本书的体系，是出于这样一种考虑：最重要的不是告诉读者笔者知道些什么，而是使读者意识到读者自己知道些什么，怎样重新组织、条理这些已知的信息。为了达到这个效果，与其采取从一般到个别的方法向读者演绎某个结论，不如采取从个别到一般的方法与读者一起走向某个结论。这样，虽然我看不见我的读者，但我能感觉到我们之间的沟通。

目 录

导 论	(1)
第一章 内幕交易	(1)
第一节 案例：他们为什么总是赢家？	(1)
第二节 特殊的贪污与诈骗	(4)
一、从贪污透视内幕交易	(5)
二、从诈骗透视内幕交易	(8)
第三节 内幕交易的犯罪化原理	(11)
一、内幕交易与投资者	(11)
二、内幕交易与上市公司	(14)
三、内幕交易与宏观经济秩序	(16)
四、内幕交易是犯罪还是一般违法	(17)
第四节 加害—被害关系	(17)
一、相反交易的被害人和相同交易的被害人	(18)
二、直接信赖义务和间接信赖义务	(20)
第五节 谁可能实施内幕交易	(21)
一、法定内幕人员	(21)
二、利用职务之便窃取内幕信息的非内幕人员	(23)
三、通过其他便利途径知悉内幕信息的非内幕人员	(24)
四、主体的界定	(26)
第六节 什么是内幕信息	(28)
一、“未公开”的认定	(29)

二、“价格敏感”的认定	(31)
第七节 内幕交易的主观方面	(37)
一、故意非法获利或避免损失	(37)
二、两个特例	(38)
第八节 滥用内幕信息行为的表现形式	(40)
一、利用、泄露、建议	(40)
二、再泄密问题	(41)
第九节 犯罪数额的计算	(42)
一、数额分类	(43)
二、承担刑事责任的数额基础	(44)
三、数额计算方法	(44)
第二章 操纵市场	(48)
第一节 什么是操纵市场	(48)
一、案例：谁主宰着市场？	(48)
二、直接目的与最终目的	(51)
三、操纵行为的载体	(52)
第二节 操纵市场与诈骗	(56)
第三节 价格操纵与社会	(59)
一、竞争机制的天敌	(60)
二、虚构的供求关系	(60)
三、鱼肉投资者的工具	(61)
四、银行信用和证券抵押的不稳定因素	(61)
五、前车之鉴	(62)
第四节 操纵市场行为的表现	(62)
一、虚买虚卖	(63)
二、联合操纵	(64)
三、连续交易	(67)
四、散布谣言	(70)

第五节 刑法上的“因”与“果”	(72)
第六节 主观世界中的罪与非罪	(75)
一、主观与客观	(75)
二、认识与意志	(77)
三、案例：如何证明操纵的故意？	(79)
第三章 地下信用交易	(87)
第一节 问题：谁动过我的帐户？	(87)
第二节 信用交易的概念与原理	(94)
第三节 地下信用交易种种	(97)
一、何谓地下信用交易	(97)
二、地下融资与地下融券	(98)
三、混合地下信用交易与券商地下信用交易	(100)
四、占用客户资源的地下信用交易与占用券商 资源的地下信用交易	(102)
五、四种组合方式	(104)
六、偷抛与盗卖——两个特例	(105)
第四节 地下信用交易的法律性质	(109)
一、两种信用交易	(110)
二、挪用公款？	(113)
三、欺诈客户？	(123)
四、结论：就是地下信用交易	(124)
第五节 地下信用交易罪的构成要件	(125)
一、双重客体	(125)
二、行为方式	(127)
三、得到融资融券的客户是不是地下信用交易 的共犯？	(129)
四、从主观罪过看此罪彼罪的区别	(132)
第四章 欺诈客户	(133)

第一节 案例：他们值得信赖吗？	(133)
第二节 欺诈客户的概念	(134)
一、行为主体是证券经营机构及其工作人员	(134)
二、针对投资者所实施的欺诈	(136)
三、故意诱骗投资者买卖证券的行为	(137)
第三节 特殊的利益关系：欺诈客户的动因分析	(140)
第四节 诱骗客户买卖证券	(144)
一、在发行市场中以欺诈手段推销证券	(144)
二、混合操作	(146)
三、过量交易与翻炒	(148)
四、剥皮	(149)
第五节 自愿买卖与被诱骗买卖	(151)
第五章 虚假陈述	(154)
第一节 案例：我怎么不知道？	(154)
第二节 证券业中的一种特殊欺诈	(155)
第三节 信息公开与虚假陈述	(159)
一、侵害客体：信息公开制度还是投资者的财产 所有权？	(159)
二、信息公开制度的内容和意义	(160)
三、如果信息公开制度受到侵害	(161)
第四节 什么是虚假陈述：从分类到界定	(163)
一、一级市场中的虚假陈述和二级市场中的虚假 陈述	(163)
二、针对公众的虚假陈述和针对证券监管机构的 虚假陈述	(165)
三、自然人的虚假陈述和法人的虚假陈述	(166)
四、关于公司状况的虚假陈述和关于公司内部人士 竞业情况的虚假陈述	(166)

五、证券业中特有的虚假陈述与其他虚假陈述·····	(167)
六、作为的虚假陈述和不作为的虚假陈述·····	(168)
第五节 误导的手段·····	(169)
一、谎报、虚构·····	(170)
二、遗漏、隐瞒·····	(173)
三、误测、虚假允诺·····	(175)
第六节 大虚假与小虚假：“重要性”的界定·····	(177)
第七节 何谓“明知”？·····	(182)
第六章 证券欺诈概述·····	(186)
第一节 证券欺诈是优势犯罪·····	(186)
一、优势犯罪与劣势犯罪·····	(186)
二、滥用资源优势是证券欺诈的基本特征·····	(193)
第二节 罪与非罪之间·····	(198)
一、推论的起点：量与质的关系·····	(198)
二、界定标准的操作化·····	(204)
第三节 此罪与彼罪的界限·····	(208)
一、解释概念与运用概念·····	(208)
二、内幕交易与操纵市场·····	(210)
三、内幕交易与地下信用交易·····	(211)
四、内幕交易与欺诈客户·····	(212)
五、内幕交易与虚假陈述·····	(213)
六、操纵市场与地下信用交易·····	(215)
七、操纵市场与欺诈客户·····	(216)
八、操纵市场与虚假陈述·····	(217)
九、地下信用交易与欺诈客户·····	(218)
十、虚假陈述与欺诈客户·····	(219)
第四节 罪刑关系的排序·····	(220)
一、问题的提出·····	(220)