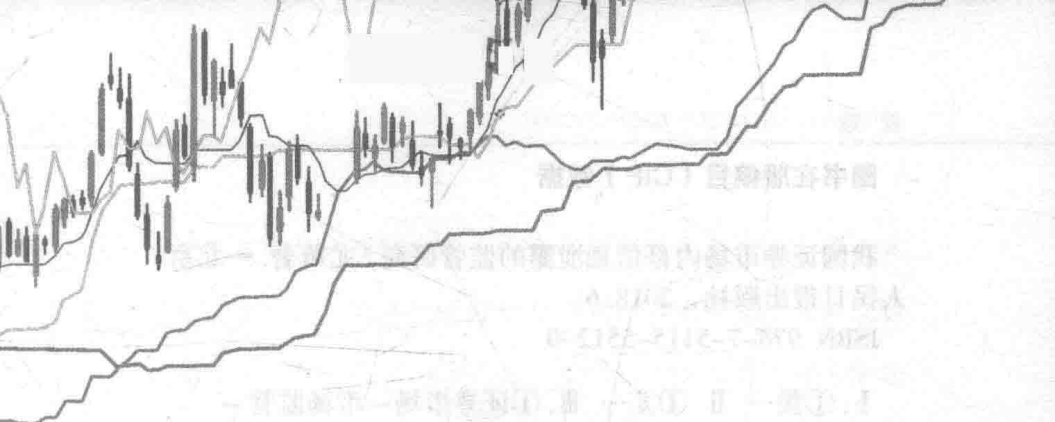


*Supervision of
insider information leakage
in Chinese Securities Market*

我国证券市场
内幕信息泄露的监管研究

尤苗◎著

人民日报出版社



我国证券市场

内幕信息泄露的监管研究

尤苗◎著

人民日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国证券市场内幕信息泄露的监管研究 / 尤苗著. —北京:
人民日报出版社, 2018. 6

ISBN 978-7-5115-5512-0

I. ①我… II. ①尤… III. ①证券市场—市场监管—
研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字 (2018) 第116862号

书 名: 我国证券市场内幕信息泄露的监管研究
作 者: 尤 苗

出版人: 董 伟
责任编辑: 杨冬絮
封面设计: 中尚图

出版发行: 人民日报出版社

社 址: 北京金台西路2号

邮政编码: 100733

发行热线: (010) 65369527 65369512 65369509 65369510

邮购热线: (010) 65369530

编辑热线: (010) 65363105

网 址: www.peopledaily.com.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 北京盛彩捷印刷有限公司

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

字 数: 122千字

印 张: 6.5

印 次: 2018年6月第1版 2018年6月第1次印刷

书 号: ISBN 978-7-5115-5512-0

定 价: 49.00元

尤 苗

金融工程博士，中共中央党校国际战略研究院助理研究员。

研究领域：国际金融，主持和参与国家社科基金和自然科学基金多项，成果发表于《The Financial Review》（获年度最佳论文奖）《经济研究》《中国软科学》《系统工程理论与实践》等国内外学术期刊。

序 言

内幕信息泄露是典型的证券违法行为之一，不仅扰乱了证券市场正常的交易秩序，还严重影响市场效率和资源配置，阻碍资本市场的发展和完善，对中小投资者造成巨大损失。由于内幕信息泄露具有泄密主体专业性强、违法成本低、调查取证难等特点，目前的研究和司法实践中，往往将内幕信息泄露和内幕交易两者合二为一。本书将重点研究内幕信息泄露，综合利用经济学、心理学和法学的相关理论研究证券市场内幕信息的泄露动因及监管对策，这在已有研究中还很少见。

在理论分析上，本书创新性地将犯罪经济学的研究框架运用到内幕信息泄露的研究上，从内幕信息泄露行为主体的角度出发，用成本—收益分析法来分析泄露内幕信息这一具体违法行为，研究内幕信息泄露的行为动机和选择策略。研究发现，国家层面的法律惩罚、公司层面的治理结构以及行为主体的心理因素等都是影响内幕信息行为泄露的主要因素。将行为主体的心理分析模型化，研究发现违法泄密给行为主体所带来的心理满足程度

对其泄密行为的选择有正向激励作用，行为主体对泄密活动的心理认同度、因违法而被定罪的社会影响程度、受教育程度三个因素对泄密行为有抑制作用。

此外，本书用调查问卷的方法对我国证券市场的泄密动机进行了实证研究。在具体研究中，将泄密主体分为四种类型，即上市公司高管、中介机构、监管部门和圈外人员，有针对性地研究不同群体泄密的动因。主要结论有：一是各个因素是共同作用影响行为人的选择倾向，负向指标的抑制作用要大于正向的激励作用。二是自我约束能力越强，泄密倾向越差。自我约束能力具体是指对泄密行为的内疚感、对法律的认同，有意思的发现是，在所有的影响因素中，对行为主体影响最大的单个因素竟然是自我约束。三是物质激励指数越高，表明泄密行为给行为主体带来预期的超额收益回报越低，行为主体的泄密倾向就差。

作为一种犯罪成本低、调查从立法和执法两个取证难、隐蔽性很强的违法行为，在立法和执法都尚未完善的阶段，法律威慑力更对于抑制内幕信息泄露确实有限。那么，如何才能提高法律的威慑作用，让更多的内幕信息泄露行为从灰色地带暴露出来？在规范资本市场的内幕信息泄露行为方面，到底是立法重要还是执法重要？基于此问题，本书选取了50个国家（地区）为实证样本，研究各国证券市场对内幕信息泄露监管的国际经验，并层面研究法律监管对内幕信息泄露的抑制机制。研究发现：在立法层

面，法律的完善有助于提高对中小投资者的保护程度，有利于证券市场的良性运行，会降低内幕信息泄露的发生概率；在执法层面，抓捕能力和执行意愿的提升在一定程度上能够促进证券市场的发展，但不是影响内幕信息泄露情况的主要因素，而遏制内幕信息泄露的主要因素则是政府对证券市场的干预。

通过理论分析和实证研究，本书发现法律监管、公司治理、个人心理构成了内幕信息泄露动机的三大层次，但是目前实践中针对内幕信息泄露的监管都是以事后惩罚为主，因此，本书提出了建立起事前防范-事中监控-事后惩处和激励机制相结合的“四位一体”监管体系。

目 录

第一章 导 论	1
第一节 内幕信息泄露的相关概念	5
第二节 国内外研究现状	12
第三节 本书的研究思路	19
第四节 本书主要创新点	23
第二章 我国证券市场内幕信息泄露的现状及存在的问题	25
第一节 我国上市公司内幕信息泄露的基本情况	27
第二节 我国证券市场内幕信息泄露案件暴露的问题	39
第三章 上市公司内幕信息泄露动因的理论研究	
——基于犯罪经济学视角	52
第一节 犯罪经济学的理论基础	54
第二节 泄露内幕信息的决策模型	55
第三节 结果分析和政策建议	69
第四节 本章小结	71
第四章 上市公司内幕信息泄露动因的实证研究	73
第一节 内幕信息泄露的影响因素分析	74
第二节 模型假设	78

第三节 调查问卷	80
第四节 本章小结	96
第五章 法律监管对抑制内幕信息泄露的作用机制研究	
——基于国际经验的实证研究.....	100
第一节 法律监管对内幕信息泄露的抑制作用	104
第二节 指标构建	109
第三节 法律监管对遏制内幕信息泄露的有效性检验	120
第四节 法律监管对内幕信息泄露作用机制的实证研究	132
第五节 本章小结	140
第六章 我国证券市场内幕信息泄露的监管对策	
——建立“四位一体”的内幕信息监管机制.....	143
第一节 “四位一体”监管体系的总体设想	143
第二节 事前预防-事中监控-事后惩处的监管机制	146
第三节 抑制内幕信息泄露的激励机制	155
第四节 本章小结	164
第七章 结 论	166
附录 A	169
索 引	182
参考文献	184

第一章 导 论

自1990年上海证券交易所、1991年深圳证券交易所正式成立以来,我国证券市场经过了20多年的发展,从最初的几家上市公司发展到现在包括大型企业、中小企业和创业企业在内的数千家上市公司。截止到2016年12月底,我国A股市场共有2902家上市公司,市值达58万亿元^①。中国股票市场已成规模,扩大了国内融资渠道,优化了资本资源的配置,极大地促进了我国国民经济的发展。

2006年股权分置改革的基本完成,标志着我国证券市场进入了全新的发展阶段。全流通时代的到来,使得原本对立的非流通股股东与流通股股东的利益趋向一致,使得大股东、公司管理层和实际控制人对市场的介入程度更深,机构投资者对市场行为的主导作用进一步加强。这些变化使市场参与者和利益相关者比以往任何时候都要关注所持有股票的价格表现,也越来越突显内

^① 数据来源:中国上市公司市值管理研究中心《2016年A股市值年度报告》。

幕信息的地位和作用。近年来,我国股票市场在信息泄露方面的违法违规事件频频出现。如2007年初上市公司杭萧钢构取得巨额工程项目,但没有依照有关规定及时公告前,董事长单某木没有做好相关保密工作,在公司内部会议上对项目进行透露,造成内幕信息泄露,使与公司内部人员及密切关联人员先于市场得到信息,并使股价连续上涨或下跌从而产生剧烈波动。虽然证监会事后对杭萧钢构及董事长单某某等有关人员给予警告并处罚款,但该事件引起了市场的广泛质疑和投资者的不满,带来了极坏的市场影响。

泄露内幕信息罪是典型的证券违法行为之一,它的滋生和蔓延极大地危害了证券市场的良性运行和健康发展。泄露内幕信息的行为不仅扰乱了证券市场正常的交易秩序,还严重影响市场效率和资源配置,阻碍资本市场的发展和完善,对中小投资者造成巨大损失。内幕信息的泄露使得少数知悉并利用了内幕信息进行交易的人在获得暴利的同时,其他众多的投资者却遭受重大损失。这种行为如果得不到有效控制,从长远来看,它会使广大投资者丧失对市场的信心而放弃投资,这将对证券市场致命的打击,不利于对我国经济稳定健康发展。

2014年6月,中信证券首席医药分析师张某某在上市公司丽珠集团未公开发布消息之前,就在各个微信群和微信朋友圈中发布丽珠集团将要公布管理层限制性股票和期权方案的消息。这一

通过“朋友圈”泄露上市公司内幕信息的案件迅速引起市场各方的关注。2016年林某某泄露内部信息案^①，其父作为广东省某商会常务副会长，与作为该商会会长的鸿达兴业董事长周某某熟识并获取内幕信息，在内幕信息敏感期内，建议其子买入“鸿达兴业”股票获利。内幕交易行为不仅扰乱了证券市场正常的交易秩序，还严重影响市场效率和资源配置，对中小投资者造成巨大损失。如何“从源头上净化水源，严禁内部人泄密”^②，已成为我国证券市场亟待解决的难题。

虽然查处的内幕信息泄露案件不断增多，但目前内幕信息泄露的处罚以事后监管为主，绝大多数案件是因为随着内幕信息泄露而发生的内幕交易被发现的，极少数案件是单纯因为内幕信息泄露而被惩处。同时，由于证券交易采取电子化交易手段且内幕信息通过口头形式即可不留痕迹地泄露出去，使得这种多依靠事后处罚的监管对我国尚不完善的证券市场来说，在很大程度上是无效的^{[1]-[4]}。因此，有效地防范内幕信息泄露、维护我国证券市场的健康发展急需建立一个事前防范、事中监控和事后惩处相结合的监管体系。

目前学术界对内幕信息泄露的研究多集中在市场效率和投资

① http://finance.cnr.cn/jysk/20170228/t20170228_523625669.shtml，2017年2月28日央广网。

② 证监会：严厉打击“微信”泄露内幕信息行为，人民网，2015年8月7日。

者保护两个领域,关注点主要在于我国证券市场是否存在因内幕信息泄露而引发的内幕交易行为^{[5]-[11]}。但内幕信息泄露和其他违法行为相比,具有泄密主体专业性强^①和违法成本低、调查取证难^②的特点,而目前学术界单独研究内幕信息泄露,特别是考虑到这些内幕信息泄露特点的文献鲜见。另外,内幕信息泄露作为影响资本市场健康发展的违法行为,仅从经济学的角度来解释尚不完备,更需要结合心理学做进一步的分析。

因此,研究我国上市公司泄露内幕信息的违法行为的理论基础,比较分析各发达国家对上市公司泄露内幕信息的监管模式,深入研究我国上市公司内幕信息泄露动因和影响因素,以此形成防止我国上市公司内幕信息泄露的监管和激励机制,这对完善我国防止上市公司泄露内幕信息法律法规,促进我国资本市场的繁荣与稳定,有着重要的现实意义和理论意义。

① 内幕信息泄露的主体大多是公司的高管、大股东,金融中介或监管机构工作人员,且具有某一方面的专业知识或技能,熟悉证券交易的运作规则,掌握金融、证券、法学、会计等方面的知识。在侦查过程中,侦查办案人员对经济、法律等知识的掌握情况常常不如泄密行为主体,导致犯罪嫌疑人把侦查人员“问倒”的情况,严重影响查处内幕信息泄露案件的效率。

② 内幕信息泄露无须事前购买器具、作案工具等前期投入,只需利用职务便利或者资源优势,便可以口头形式将信息泄露出去,并同时获取巨额回报。

第一节 内幕信息泄露的相关概念

一、内幕信息的概念

目前,我国现行的法律法规对证券市场上内幕信息的含义进行了明确规定。2014年《证券法》^①第75条第1款明确规定了证券内幕信息的含义,所谓内幕信息是指在证券交易活动中,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尚未公开的信息。这一法律条款提出了界定内幕信息的实质标准,即内幕信息应该是对公司证券交易价格有重大影响的信息。

此外,《证券法》也对内幕信息的范围也进行了详细的规定,内幕信息包括《证券法》第67条第2款列举的投资者尚未得知的可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件和《证券法》第75条所列的(二)至(八)项。具体来说,内幕信息主要分为以下五个方面:(1)公司经营方面:如公司的经营方针和经营范围的重大变化;公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定;公司订立重要合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响、公司发生重大亏损或者重大损失;公司生产经营的外部条件发生重大变化。(2)公司财务方面:如公司发生

^① 参见《证券法(2014)》第四节第七十五条。http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934291.htm.

重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况、公司债务担保的重大变更；公司分配股利或增资的计划；公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十。（3）公司治理方面：如公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动；公司股权结构的重大变化；持有公司百分之五以上股份的股东或实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；涉及公司的重大诉讼，股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效；公司涉嫌违法被司法机关立案调查，公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施；公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任。（4）上市公司收购方案：公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定。（5）国务院证券监督管理机构规定的其他事项和认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息。

在2014年证监会印发的《证券市场内幕交易行为认定指引》（以下简称《指引》）中，专设“内幕消息的认定”一章，增加“对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”为内幕信息，并详细解释“对证券价格有显著影响”，即通常情况下，有关信息一旦公开，公司证券的交易价格在一段时间内与市场指数或相关分类指数发生显著偏离，或者致使大盘指数发生显著波动。同时《指引》规定“公开性”是指内幕信息在中国证监会指定的报刊、网站等媒体披露，或者被一般投资者能够接触到的全国性报刊、

网站等媒体披露,或者被一般投资者广泛知悉和理解。另外,《指引》界定了价格敏感期,即为内幕信息、形成之日起,至内幕信息公开或该信息对证券的交易价格不再有显著影响止。

基于上述法律法规对内幕信息的定义和规定,法学界对内幕信息的基本特征有不同认识,但都未离开未公开性和重大性这两个最基本的特征^①。(1)未公开性:内幕信息属于上市公司经营中尚未公开的信息,能够掌握内幕信息的主体有限,广大普通投资者只有在上市公司将内幕信息相关的资料 and 文件刊登在中国证监会指定的报刊或网站上之后,才能获悉内幕信息,并消化、吸收;(2)重大性:并不是上市公司所有未公开的信息都是内幕信息,只有那些能够对证券价格或投资者产生重大影响的未公开信息才是内幕信息,一般以消息对股票价格的显著影响力作为判断标准。

二、内幕信息的知情人

内幕信息的知情人是指掌握尚未公开而对特定证券价格有重大影响的信息的人。内幕信息知情人是泄露内幕信息违法行为的主体,可以分为两种:一种是内幕人,根据我《证券法》第74条和《指引》等相关法律法规,大致可以分为三类:(1)公司内

^① 《证券法》关于内幕交易认定的法条解读[EB/OL].http://www.csrc.gov.cn/pub/guangdong/xxfw/tzzbhfwx/fwzxcjwjtjd/201307/t20130710_230496.htm.

幕人员指的是基于在公司的职务或工作关系而获得来源于公司的内部消息的人，包括发行人、董事、监事、高级职员、秘书、持有公司5%以上股份的股东，公司的实际控制人、发行人控股的公司、雇员、打字员、由于所任公司职务能够接触或获得公司有关内幕信息的人员。(2) 业务内幕人员，是指与公司没有隶属关系，但由于其业务或职业而获得有关公司内部消息的人，包括发行人聘请的律师、会计师、发行人的保荐人、承销证券发行的证券公司、证券服务机构的有关人员、投资顾问等。(3) 政府内幕人员，是指政府机构中由于其管理、监督地位而能够接触或获得公司内幕信息的人，包括证券监督管理机构的工作人员、发行人主管部门、证券登记结算机构的工作人员、证券交易所的工作人员、审批机关的工作人员、工商税务的工作人员等。法律规定内幕人有对内幕信息的保密义务，不得非法泄露内幕信息。

另一种是非内幕人，此类人又分为两类：一是通过非法途径获取内幕信息的人，他们通过非法手段如骗取、套取、偷听、监听或者私下交易等，从上述三类人那里获知内幕信息；另一种是通过其他途径，比如因道听途说、偶然听到他人谈论、拾取得到抑或在他人醉酒等失去意志控制的情况下等而知悉内幕信息的人。这两类人的区别是行为人是否在刻意、主动、积极地去刺探、获知内幕信息。虽然《证券法》没有像对内幕人那样，对非内幕人有明确范围规定，但对该法第73条却对此类人员有明确的