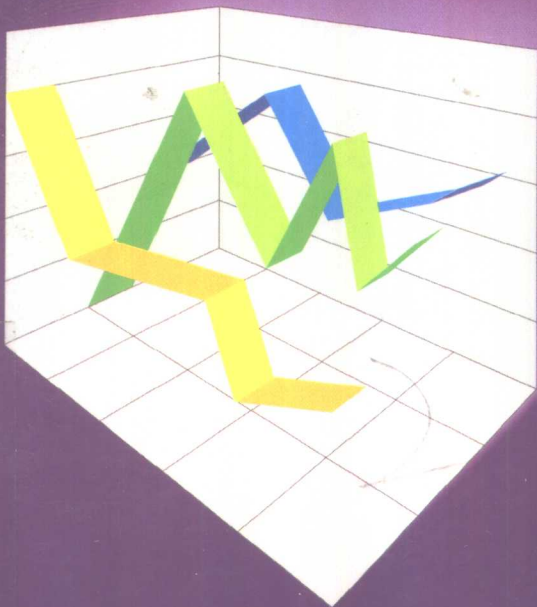


法 专 题 研 究 丛 书

“内幕交易”的 法律透视

(理论研究 with 案例分析)

贺绍奇 著



人民法院出版社

“内幕交易”的法律透视

贺绍奇 著

人民法院出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

“内幕交易”的法律透视/贺绍奇著. —北京:人民法院出版社, 2000. 4

(证券法专题丛书/官以德主编)

ISBN 7-80056-989-6

I. 内… II. 贺… III. 证券交易-法律规范-研究
IV. D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 03633 号

“内幕交易”的法律透视

贺绍奇 著

人民法院出版社

(北京东交民巷 27 号 100745)

北京人卫印刷厂印刷

850×1168 毫米 1/32 9.875 印张 250 千字

2000 年 4 月第 1 版 2000 年 4 月第 1 次印刷

印数: 1—3000 册

ISBN 7-80056-989-6/D·1061

定价: 15.00 元

□ 前 言 □

□

本书共分十一章，是一部专题研究内幕交易的专著。内容包括：内幕交易的构成要素；内幕交易禁止在经济学界的争论与学说；法律禁止内幕交易的理论与学说及其归责原则；控制内幕交易的相关制度；短线交易及归入权制度；控制内幕交易的自律机制——中国墙制度；内幕交易监控体制；内幕交易法律责任制度。

本书采取比较研究方法，不仅比较发达国家在内幕交易方面的立法、实践作法及学说，而且还比较大陆、香港、台湾三地在内幕交易立法、制度建设及操作等方面的作法。这些比较会给我们以有益启迪。

我国自证券市场发展以来，在反内

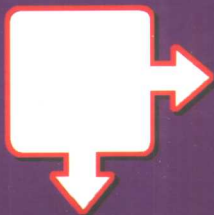
幕交易方面，态度十分明确。1994 年我国主管机构处理了第一起内幕交易案，但无论是在制度建设上，还是在实践中，我国都有待进一步学习和借鉴世界各国和地区的先进作法 and 经验，丰富我国反内幕交易法律学说，完善反内幕交易制度。希望此书能在这方面为我国反内幕交易制度建设和实践提供一些帮助。

作者 二〇〇〇年一月

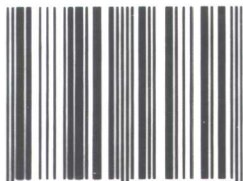
责任编辑：胡玉莹

技术编辑：肖 虎

封面设计：海之帆



ISBN 7-80056-989-6



9 787800 569890 >

ISBN-7-80056-989-6/D · 1061

定价：15.00 元

目 录

(1)	第一章 导论
(10)	第二章 内幕信息
(41)	第三章 内幕人
(75)	第四章 内幕证券
(83)	第五章 内幕交易的行为样态 ——法律禁止的行为
(111)	第六章 对内幕交易的经济分析 ——公平与效率之辩
(168)	第七章 禁止内幕交易理论与学说及归责原则
(196)	第八章 规制内幕交易的自律机制——中国墙
(227)	第九章 短线交易和归入权
(254)	第十章 内幕交易监控体制
(274)	第十一章 内幕交易的法律責任

第一章 导 论

一、我国内幕交易立法及实践

内幕交易是一种证券投机行为，是一种欺诈交易行为，内幕交易人通过其掌握的未公开的价格敏感信息，谋取利益或减少损失，使普通投资者蒙受损失。在一个有效资本市场，有关证券市场的价格的信息应该是公开的，投资者在信息的占有上应该是平等的，只有这样才能发挥证券市场优化资源配置的作用。内幕交易违背了市场公平、公开的原则，它使少数人利用其特殊地位，投机取巧，谋取不正当利益。有价证券，尤其是股票是一种投机性非常强的金融工具，因此，在交易中，只有信息公开，投资者在信息获取上处于平等地位，证券市场才能健康发展。我国从证券市场发展初始，就十分重视证券市场的规范发展，早就在 1991 年，一些地方法规就明令禁止内幕交易。《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》第 43 条之（四）就明确规定：禁止利用内幕消息从事证券买卖。1991 年《上海市证券交易管理办法》第 39 条禁止性交易中明确规定，禁止任何单位或个人利用内幕消息从事证券交易。并规定，如果进行内幕交易，就处以 5 万元以上 10 万元以下的罚款，情节严重的，处以 10 万元以上 20 万元以下的罚款。随着证券市场的发展，全国统一的证券市场的形成，我国中央政府对内幕交易问题就十分重视。我国作为一个发展中国家，资本市场正处在培育阶段，但从一开始，我国就非常注重证券市场与国

际接轨，按照国际先进水平所要求的标准来进行建设。在证券法制建设上，吸收了国外先进的经验，结合我国具体实践建立了比较完善的法律制度。1993年，国务院颁布了《股票发行与交易管理暂行条例》，该《条例》第72条进一步完善了内幕交易有关立法。它规定，内幕人员和以不正当手段获取内幕信息的其他人员违反本条例规定，泄露内幕信息，根据内幕信息买卖股票或者向他人提出买卖股票的建议的，根据不同情况，没收非法获取的股票和其他非法所得，并处以5万元以上50万元以下的罚款。随后，国务院证券管理委员会又经国务院批准，颁布了专门打击证券市场欺诈行为的法规——《禁止证券欺诈行为暂行办法》，将内幕交易列为首要打击的证券欺诈行为。1997年中国证券监督管理委员会制定了《证券市场禁入暂行规定》，它规定，从事内幕交易的证券从业者，除了要受到其他行政处罚外，还要受到禁止其在一定期限内从事证券业务或禁止担任高级管理人员的处罚。期限视情节而定，情节特别严重的，受到永久禁止从业或担任高级管理人员的处罚。1997年修订的新刑法增添了内幕交易罪。从事内幕交易或泄露内幕信息的人要受到刑事制裁。1999年，经过长期酝酿的证券法终于获得了全国人大通过，正式颁布。《证券法》将内幕交易列入证券法禁止性的交易范畴，与前面的立法相比，它对内幕人员的界定和内幕交易行为的处罚作了一些修正，对内幕人员定义的范围更宽了，惩罚上更重了。罚款是按照违法所得一倍到五倍计算，而不是原来规定的五万元到五十万元。证券法的颁布标志着我国在反内幕交易法制建设上进入了一个新的时代。同时，它还规定，如果构成犯罪的，要按照刑法的规定追究刑事责任，如果是证券监督管理机构工作人员进行内幕交易，要从重处罚。我国证券立法一开始就以同国际接轨为指导思想，大量的借鉴了国际的先进做法，在短短的十多年间，我国在内幕交易立法方面达

到了国际先进水平。

我国证券市场由于处在发育阶段，特别是它的发育处在中国经济体制转型时期，加上我国在证券监管机制上还不完善，因此，从一开始，股票市场上的内幕交易的传闻就不间断，人们普遍认为，中国证券市场内幕交易的情况是非常严重的，学者和业内人士都认为，内幕交易是我国证券市场发展面临的一个重要问题，迫切需要肃清。在深圳股市初创时期，一些证券从业人员人为的为黑市人员提供方便或消息，直接或间接参与炒卖股票并从中牟利。^①

1994年，在《股票发行与交易管理暂行条例》颁布的第二年，中国证监会就查处和公布了一起内幕交易案件（到目前为止也是公布的唯一的内幕交易案件），这起内幕交易案件与我国第一桩收购案相关。1993年9月，湖北襄樊市信托投资公司上海证券营业部的业务员与宝安的关联公司之一深圳华阳保健用品公司业务员在业务洽谈中，得知深圳华阳将大量购入延中股票。襄樊上海证券营业部得知这一消息后，在1993年9月中旬到下旬，先后三次自购买入62.78万股延中股票，绝大部分已在1993年10月上旬高价抛出，只剩5300股，襄樊信托投资公司上海证券营业部共获利16711808元。

中国证券监督委员会认为襄樊信托投资公司上海证券营业部的行为违反了《禁止证券欺诈行为暂行办法》第3条、第4条和第6条的规定，构成内幕交易，其获利及现存的延中股票的潜在的市场收益均为非法所得。为此，证监会作出了下列处罚：（1）对襄樊信托投资公司上海证券营业部非法所得16711808元予以没收，上缴国库。（2）现存的5300股应在收到证监会处罚决定通知

① 参见梁育民、林鹏著，《股票内幕交易及其立法》，《港澳经济》1992年第9期。

后，限 3 个交易日内按市价卖出，扣除 1993 年 9 月 17 日市价买进价格成本，其盈利部分全部没收，上缴国库。(3) 对襄樊信托投资公司上海证券营业部处以 200 万元的罚款。(4) 暂停襄樊信托投资公司上海营业部自营业务 2 个月，责成其进行内部整顿，证券监督管理委员会将在会同中国人民银行有关检查验收后，再决定是否恢复其自营业务。

从中国证监会对这一案件的处理来看，按照当时的规定，该处罚已是最严厉的惩罚了，其罚款已大大超过《禁止证券欺诈暂行办法》第 13 条规定的上限 50 万元。

这一案件是监管机关在查处宝安收购延中股票违规操作偶然发现的，自从这一案件公布后，一直到目前，这是唯一一起被证券监管机构查处的内幕交易案件，在此案之后，再也没有内幕交易案件被查处的报道，但市场有关内幕交易的传闻却不少，人们普遍人为，不是没有内幕交易，而是由于监督不力，没有能够将那些违法者绳之以法。因此，加强我国反内幕交易法制的建设和执法仍然任重而道远。

二、世界各国对内幕交易规制的发展趋势

随着金融市场日益国际化与自由化，金融风险控制，金融市场的健康发展也越来越意义重大，它不仅关系某一地区市场的安全问题，而且，它直接影响到世界经济的安全。因此，在各国不断开放金融市场，在市场准入上放松管制，鼓励竞争的自由化浪潮中，加强对市场主体行为的监控和规制就势在必行。国家对证券市场的内幕交易的调控和规制就反映了这一历史发展进程。在内幕交易法制建设方面，呈现出三大发展趋势：

（一）在本世纪 80 年代出现了立法高潮

从世界范围来看,在本世纪三十年代,美国制定了内幕交易法,这是世界上首次将内幕交易纳入证券立法,从那以后,在该立法基础上,美国发展起了丰富的判例法。但在欧洲,直到本八十年代,才将内幕交易纳入正式的立法。对内幕交易加以刑事制裁,纳入正式立法,法国从 1970 年开始,英国从 1980 年开始。在近几年,内幕交易立法有了巨大发展。英国和法国对其有关立法进行了修订,加强了反内幕交易的力度。法国在 1983、1988、1989 和 1990 年先后四次修改内幕交易立法,强化了对内幕交易的法律控制。英国对内幕交易刑事立是 1985 年的《公司证券法(内幕交易法)》(THE COMPANY SECURITY (INSIDER DEALING) ACT)。1993 年又制定了刑事司法法,加强了对内幕交易的法律制裁。除此之外,其他欧洲共同体成员国家在近几年都相继制定了有关内幕交易的法律。丹麦在 1987 年制定了反内幕交易的法律;希腊在 1988 年,荷兰和比利时在 1989 年,爱尔兰在 1990 年,西班牙、葡萄牙、卢森堡和意大利在 1991 年都制定了反内幕交易的法律。1989 年欧洲共同体委员会颁布了第十三号关于协调内幕交易规制的指令(89/592/EEC)。指令要求各成员国按照指令要求进行内幕交易立法,促进各成员国在规制内幕交易问题上采取同一的立场和标准,以促进欧洲共同体统一的证券市场的建设,实现在成员国间资本要素自由流通。指令颁布后,一些成员国又按照指令的要求,修改了内幕交易的立法,一些没有正式立法的国家也按照指令的要求,制定正式的反内幕交易法。比利时在 1990 年还对其有关内幕交易的立法进行了全面的修订。德国为贯彻欧共同体指令,在其自律规则的基础上,按照指令的规则和要求,在 1994 年通过的新的证券交易法中专章规定了内幕交易制度,将内幕交

易纳入正式的证券立法。其他象德国一样对内幕交易实行行业自律的国家也都制定了规制内幕交易的立法，内幕交易由自律上升为国家法律调控。其他一些欧洲国家也都制定类似法律，瑞典在1985年，芬兰、瑞士在1988年，奥地利在1989年颁布了有关法律。在欧共体以外，如日本，在1988年也制定和修改了内幕交易法。

（二）加重了对内幕交易的惩治力度

各国立法基本上都对内幕交易实施严厉制裁，违反法律的规定，从事内幕交易不仅要受到民事、行政的制裁，还要受到严厉的刑事制裁。在进入八十年代，许多国家对内幕交易有关立法进行了修改，增补了对内幕交易的刑事制裁。如英国、比利时等国家。

（三）国家间反内幕交易的合作得到进一步加强

随着证券市场的国际化和全球一体化。国际间在反内幕交易的合作得到进一步加强，主要表现在以下几个方面：

1. 反内幕交易多边公约——欧共体反内幕交易法的一体化

随着欧共体经济一体化的加深，欧共体在证券市场监管方面也要求成员国采取统一的措施，在反内幕交易上进行密切合作，采取统一的立场和措施，并在执法中密切合作配合，以维护统一的资本市场的健康发展。为此，在1989年欧共体颁布了规制内幕交易的指令(89/592/EEC)，要求各成员国在负责监控内幕交易的主管部门进行密切合作，相互间配合，共同执法。同时在1989年4月20日委员会又颁布了《幕交易公约》，以该《公约》作为各成员国内幕交易立法的范本和反内幕交易的共同要求和标准，要求各国按照《公约》规定标准和要求制定相应的立法，以便统一欧

共同体反内幕交易立法。该《公约》经过挪威、英国、瑞典等国签署批准后已于1991年10月1日生效。目前，它已对非欧共同体成员国开放，供非成员国签署。

2. 反内幕交易双边协定或谅解备忘录

双边合作协定是国家间在证券市场监管方面进行合作的主要形式。双边合作主要目的是要保证本国反内幕交易法律得到更好的贯彻实施，合作主要范畴目前还主要限于缔约国之间的监管机构进行情报和信息交流，协助和配合对方获取有关证据，有的甚至允许相互到彼此的辖区证券交易进行现场检查，如美国证券交易委员会与英国投资管理监管组织（IMRO）在1995年签署的一项协议就具有这种效果。^①典型的谅解备忘录要求每一方传递有关另一方怀疑其违法/违规或预计违法/违规信息。这些备忘录经常采取的形式是各国证券监管者之间的协议。最早的协议是美国政府与瑞士政府在1982年达成的协议。在1986—1990年间，主要北美国家与欧洲监管者以及日本之间商谈了若干个协议。到1994年底，在主要工业国家之间，美国监管者已与其他国家达成了四十一个双边谅解备忘录和类似的协议。其他国家的情况是：法国，十七个；英国，十五个；西班牙十一个；意大利，七个，日本三个。香港从1990年起开始与美国证券交易委员会合作，在1996年与美国证券交易委员会签署了合作备忘录。

90年代初期，一些新兴市场国家的监管者开始商谈关于信息共享网络协议、适用法律协议和行政与技术合作协议。中美洲国家的监管者在过去五年中已形成了一个类似的网络，这个网络的密度之高令人吃惊。这些国家的双边协议多半是地区内部的，如

^① 参见国际货币基金组织《国际资本市场发展、前景及关键性政策问题》，中国金融出版社1997年版，第153页。

1994年底时,智利的六个备忘录中有五个是与其他拉丁美洲国家(墨西哥、秘鲁、阿根廷、哥斯达密加、和哥伦比亚)签署的,第六个是与西班牙。哥伦比亚的四个协议中有三个是地区内部的(与智利、巴拉圭、哥斯达密加),第四个是与西班牙。阿根廷的谅解备忘录中有三个是在本地区内部(与智利、墨西哥和哥伦比亚及巴拉圭)达成的,两个是与西班牙,一个是与意大利。墨西哥谈成了八个协议,其中五个是地区内部的(与智利、阿根廷、巴西、哥斯达密加和巴拿马),与法国、西班牙、美国各一个。这说明区域间各国虽没有形成多边协定,或进行多边合作,但通过地区内部双边的安排,实际促进了地区在证券市场监管方面的合作。

近几年来,签署备忘录已集中于亚洲新兴市场监管者之间。香港在与境外监管机构洽谈一系列关于证券活动信息共享的双边协议方面特别活跃。早期的协议包括1990年和1992年香港与英国当局之间的协议,1992年5月香港与商品期货委员会(CFTC)达成了一个谅解备忘录,这是1994年年双方在涉及一起非法交易所外期货交易案件时相互合作的基础。更近一些,1994年香港与法国股票交易所监管者签署了一个协议——这是巴黎证券交易监管委员会(COB)与亚洲监管者之间第一个这样的协议。香港还不断的寻求与其他地区之间的监管者的合作。1993年9月11月,香港分别与澳大利亚和泰国签署了谅解备忘录。中国证券监督委员会于1994年4月28日与美国证券委员会签署了一份谅解备忘录,双方注明一旦中国证券法生效,该谅解备忘录就可补充取代。

3. 世界范围内国际合作

世界范围内的证券市场监管合作组织是总部设在加拿大蒙特利尔的国际证券委员会组织(IOSCO),它是国际证券监管者合作的中心,几乎所有有股票交易所的国家——占世界交易所的近95%的国家都是其成员。

国际证券委员会组织在控制和惩治证券欺诈活动的国际合作十分重要，它鼓励和帮助其成员证券监管机构制定双边和多边协议，使成员国在执法上能够相互间进行密切合作，保证法律的有效实施。1994年10月，国际证券委员会组织的技术委员会发表了《监管不力和司法不合作对证券和期货监管所产生问题的报告》，介绍了工作小组成员从不合作的司法机构获取信息的方法，以及强调了在减少证券欺诈和泛滥方面进行合作的相互益处。在东京会议上，该工作小组通过了一份《承诺国际证券委员会监管标准和相互合作与援助基本原则的决议》。决议要求所有成员对他们是否能够象国外证券和期货监管者提供相互援助与合作作出一个书面评估。这种“自我评估的方法”促进了成员国当前形势的详细信息收集，不仅是有关法律与规则的信息而且也是有关成员国援助国外监管者机构的能力的信息。它也标志着国际证券协会组织赋予“合作实施方法”重要性。

从世界各国在证券市场监管、内幕交易规制的发展趋势来看，禁止内幕交易已得到国际社会的广泛认同，各国都把反内幕交易的法制建设作为考察一个国家证券市场发健全程度一个重要因素，我国在反内幕交易立法上已经达到世界的先进水平，但在理论上，在反内幕交易的实践上，还有很大一段距离要走，我们还要更多地向先进发达国家学习，学习他们在理论上发展起来的学说和实践中积累起来的经验，以进一步推动我国内幕交易法制建设。

第二章 内幕信息

内幕交易构成有四个因素：（1）内幕信息；（2）内幕人；（3）内幕证券；（4）证券交易。我们首先来看内幕信息。

一、欧美日本证券法上的内幕信息

（一）欧共体

欧共体 1989 年 592 号指令第一条之一规定：“就本指令目的而言，内幕信息是指尚未公开披露的与一个或几个可转让证券的发行人有关的精确信息，如果该信息公开，就可能对该证券的价格产生重大的影响。”^①

按欧共体指令对内幕信息的定义，内幕信息具有以下三个基本特征：

1. 从信息所处的状态看，信息必须是未公开的

所谓未公开，按照指令第六条的解释，是指不为公众所知悉（unknown to the public）。共同体委员会将其解释为还没有公布的信息（not yet published）。^②在指令起草的过程中，也有人建议，内幕信息应定义为“不能接触到的或不能为公众所获得的”信息，该建议的目的是想排除那些投资分析家通过投资分析取得的未公

① 参见 Art. 1 (1), 89/592/EEC.

② See Isabelle Pingel: The EC Directive of 1989, Appeared in Insider trading : the Law of Europe, the United States and Japan, ed. by Emmanuel Gaillard, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1992, PP6.