

法学论丛

證券內幕交易規制の 本土化研究

・ 田中 誠 著

北京大学出版社

L
法 学 论 丛
A
W

国 际 金 融 法 系 列

证券内幕交易规制的 本土化研究

郑顺炎 著

北京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券内幕交易规制的本土化研究/郑顺炎著. —北京:北京大学出版社, 2002. 3

ISBN 7-301-05518-8

I. 证… II. 郑… III. 证券交易-制度-研究-中国 IV. F832.51

书 名: 证券内幕交易规制的本土化研究

著作责任者: 郑顺炎

责任编辑: 孙战营

标准书号: ISBN 7-301-05518-8/D·0581

出版发行: 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> 电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

电 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑部 62752926

排版者: 高新特激光照排中心 62637627

印刷者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

890毫米×1240毫米 A5开本 7.625印张 227千字

2002年3月第1版 2002年3月第1次印刷

定 价: 14.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

ABSTRACT

Insider trading prohibition plays an important part in securities market regulation. The research addresses its main theme in the study of insider trading in the domestic context. It has been ten years since China set up the securities market in 1990. There is little difference in the form of insider trading regulation between China and those developed markets, but in practice, the efficiency of insider trading regulation in China is not so satisfactory.

The legal system cannot be simply transplanted, however, it needs a fit social culture environment named as "Domestication". Based on the above opinion, the thesis not only pays attention to the legal system of insider trading regulation, but also deals with the institutional environment of China securities market. By analyzing the efficiency of insider trading regulation in market practice, this research then discusses the reasons why the efficiency of insider trading regulation is low and seeks how to surmount the obstacles.

Following such an approach, the context of this book is divided into six chapters;

To facilitate the discussions of the main issues, it is necessary to first introduce the theory of the regulation of insider trading and lately law development in the world. Therefore, in Chapter 1, the theories of regulation of the insider trading is first examined, including the disputes on the regulation, the essential concept of insider trading, and main types of insider trading. Secondly, the developments of the insider trading regulation in the world are reviewed. Finally, current situation of the insider trading

regulation is introduced to cover the prospect for the future.

The purpose of Chapter 2 is to undertake a review of legislative and the regulatory practice of the insider trading regulation in China, and, thereby, to provide a factual basis to examine the regulatory efficiency. This chapter consists of three parts. The first part introduces the legal resources of prohibition of the insider trading in China and analyses the law-making features. The second part reviews the law enforcement of insider trading regulation in China market, including the leading cases, the misconduct features and empirical analyses. By case review and international comparison, the third part addresses the insider trading regulatory inefficiency in China, and then concludes the limitation of the legal system transplantation.

To examine these regulatory inefficiencies, the domestic institutional environments in China for the insider trading regulatory system are addressed in Chapter 3. The insider trading regulation is subject to different kinds of restrictions and barriers which make it difficult to enforce effectively. The relationship between the government and the market in China economy transition is addressed first, and the government-oriented characteristics in China economy transition are identified in this part. The second, an academic analysis of social culture circumstances in the regulation of insider trading is introduced. The insider trading regulation has experienced difficulties in enforcement, including the culture background and psychological elements in whole society. The third, the structural barriers toward listed company legal system are discussed. One is current structure of corporate ownership that provides unfavorable operation base for the listed companies. The other concerns the disable corporate governance that hampers the fit control to the enterprise managers. The fourth analyses the regulatory barriers

toward the information disclosure system and the philosophy of the securities market regulation.

The modernization of the domestic resources for insider trading regulation in China is discussed in Chapter 4. Several suggestions are submitted as the possible solutions. Firstly, it is time to transform the securities market regulatory models from government-oriented to market-oriented. Secondly, it is necessary to improve the company law to fulfill the reasonable corporate ownership structure and good corporate governance. Thirdly, it is suggested that the market information disclose regulation should be enhanced to help the insider trading prohibition. Fourthly, the enforcement abilities of the market regulator should be promoted to ensure that the regulatory objectives in the insider trading regulation are appropriately achieved. Finally, the credit system should be reconstructed to provide better services for the regulatory practices.

Chapter 5 focuses on establishing a sound comprehensive regulatory mechanism to regulate the insider trading. In these frameworks, this chapter consists of two parts. The first part deals with the perfection of the legislative structures of the insider trading regulation, including the essential elements of insider trading and its liabilities. The second part discusses the enhancement of the regulatory abilities to prohibit the insider trading, such as the compliance system, enforcement system and litigation system.

In Chapter 6, it is intended to explore the issues related to the insider trading regulation and the future development of the securities market in China. The first issue gives a legal review toward the disputes on China stock market among the economists. The second issue discusses the insider trading regulatory strategies in the course of market development and financial innovations, for

example, the institutional investor regulation and the e-trading regulation. The final issue addresses the latest development and the perspectives of international securities regulation cooperation and analyses the reaction between the globalization and localization. Some suggestions are submitted for insider trading regulatory reform to adapt to current situation in the world and domestic circumstances in China.

目 录

导言	(1)
第一章 内幕交易规制的基本理论及最新发展	(5)
第一节 内幕交易规制的基本理论	(5)
一、为什么要禁止内幕交易	(5)
二、内幕交易的核心概念	(16)
三、内幕交易行为的主要形态	(22)
第二节 世界各地内幕交易规制的法律演进	(25)
一、美国	(25)
二、欧盟国家	(29)
三、日本	(32)
四、台湾地区	(33)
五、香港特区	(34)
六、其他国家	(35)
第三节 内幕交易规制的最新发展	(37)
一、金融电子化对内幕交易规制的挑战	(38)
二、金融全球化趋势与内幕交易国际监管	(41)
第二章 我国内幕交易规制的立法与实践	(48)
第一节 我国禁止内幕交易的法律规范	(48)
一、我国内幕交易规制的法律渊源	(48)
二、我国内幕交易规制的立法特点	(56)
第二节 我国内幕交易规制的执法实践	(58)
一、我国内幕交易典型案例	(58)
二、我国内幕交易行为特征	(65)
三、我国内幕交易行为的实证分析	(69)

第三节 我国内幕交易规制的效能评价	(74)
一、我国内幕交易规制的案例评析	(74)
二、内幕交易规制效能的国际比较	(77)
三、本章小结:制度移植及其局限性	(79)
第三章 我国规制内幕交易的本土制度环境	(86)
第一节 转型阶段的政府与证券市场定位	(86)
一、我国经济转轨阶段市场的行政主导体制模式	(86)
二、我国证券市场中政府行为之分析	(89)
三、行政主导下的证券市场特征	(94)
第二节 经济违法行为的社会文化心理因素	(98)
一、传统文化层面	(98)
二、社会心理与法律意识	(101)
三、市场信用基础	(104)
第三节 上市公司法律制度的结构性障碍	(106)
一、公司产权制度的困境	(107)
二、失衡的公司治理结构	(110)
第四节 证券市场监管制度的缺陷	(114)
一、市场信息披露的弊端	(114)
二、市场监管取向之偏差	(116)
第四章 我国规制内幕交易的本土资源的现代化	(119)
第一节 金融市场调节模式的转变	(119)
一、证券市场、政府与法律的互动	(119)
二、证券法管制理念的转变	(121)
三、调节模式转变的基础	(122)
第二节 改进上市公司法律制度	(125)
一、理顺上市公司产权关系	(125)
二、优化上市公司治理结构	(127)
第三节 完善市场信息披露制度	(132)
一、信息披露制度对内幕交易规制的意义	(132)
二、主要信息披露主体的监管	(133)

三、重要信息披露环节的监管	(139)
第四节 提升证券市场监管水平	(142)
一、市场监管理念的变革	(142)
二、市场监管能力的提高	(144)
第五节 重塑社会信用机制	(147)
一、信用对证券市场的重要性	(147)
二、政府自律	(148)
三、中介机构的信用担保	(149)
四、法律的强制保护	(150)
第五章 完善我国内幕交易规制的系统架构	(152)
第一节 内幕交易法律规范架构的完善	(152)
一、明确内幕交易行为的构成要件	(152)
二、完善内幕交易责任的构成要件	(163)
第二节 内幕交易执法水平的提升	(168)
一、内幕交易规制的难点所在	(168)
二、美国 SEC v. Lorraine Cassano 案的启示	(172)
三、内幕交易行为的监控机制	(177)
四、内幕交易行为的查处机制	(183)
五、内幕交易的诉讼机制	(186)
六、内幕交易执法的成本与收益分析	(196)
第六章 内幕交易规制与我国证券市场监管前瞻	(199)
第一节 对股票市场黑幕争论的法律思考	(199)
一、关于股票市场黑幕的争论	(199)
二、对市场投机行为的法律分析	(201)
第二节 证券市场发展创新与不当行为规制	(203)
一、我国证券市场的前景展望	(203)
二、市场发展创新与内幕交易规制	(204)
三、机构投资者培育与内幕交易监管	(210)
四、网络环境下的内幕交易规制	(212)
第三节 证券监管国际合作与内幕交易本土化规制	(215)

一、证券监管国际合作模式	(215)
二、内幕交易规制的国际趋同及其局限	(217)
三、中国的立场与对策	(218)
结语	(221)
参考文献	(222)
后记	(232)

导 言

纵观整个证券投资的历史,无论是个人还是团体,都极力寻求发现并利用为广大其他投资者所不知道的消息,藉此谋利。这方面最为有名的例子是,1815年,英国的内森·罗思柴尔德家族因提前得到并利用拿破仑在滑铁卢被威灵顿打败的消息。据说,罗思柴尔德家族在欧洲各地设有信息网和交通网。在威灵顿的正式快信到达伦敦唐宁街前大约40个小时,罗思柴尔德就得知拿破仑战败的消息。在这消息传开之前,罗思柴尔德大肆购进政府债券。当拿破仑战败的消息广为人知的时候,伦敦市场长期低迷的行情急剧上涨。罗思柴尔德因此大捞了一把^①。自从那时起,就有许多人利用未被人们察觉的内幕信息获利,但是,从事这种行为而被人们发现的事例则少之又少。

我国证券市场创立近10年来,毫无疑问是在市场不当行为的不和谐音伴奏下逐步发展、壮大的。中国证券监督管理委员会自1993年成立以来,也是频出重拳,处罚了不少市场不当行为。但是,市场的监管仍不令人满意。其中,作为证券市场监管实务重要内容的内幕交易监管更差强人意。内幕交易等违法违规行为为什么成为可能?又是在如何在证券市场普遍存在呢?内幕交易究竟是个人行为所决定,还是社会体制性的存在?为什么市场约束机制不起作用?对于规则的遵守是否根据市场的不同而有所区别?等等,上述既具现实意义又颇富理论价值的问题,正是激发本书选题和研究之导向。

在国外成熟的证券市场上,市场的运作框架、证券法规和监管体系等都已经基本成型和相对稳定,因此,对于内幕交易的研究一般在既定的框架内进行。中国正处在从计划经济向市场经济转型时期,而且中国作为世界大国,有当代世界上最丰富的经济、社会和法律现

^① [英]多米尼克·卡瑟利著,朱泱等译:《挑战风险——金融机构如何生存和发展》,商务印书馆1997年12月版,第105页。

象。从研究的角度来看,我国最大的国情就是以公有制为基础,以国有企业为主导的经济结构,在这种经济结构中,无论是宏观经济的运行、行业的发展、公司的运作,还是政府与市场的关系,都有其独特的地方。与此相应,学者研究问题所选取的角度、对于解决问题的建议、对于未来趋势的预测、对于宏观经济周期和政府政策的分析,以及对于证券市场的发展和规范运作等等,都不能陷入纯理论推导而忽视我国现实特点。我国经济建设和证券市场发展所处的阶段决定了我国的证券研究工作在研究的具体领域以及研究方法上应有自己的特点。

对于内幕交易行为及其监管制度的研究,在国外尤其是在美国已经比较成熟,国内也有一些学者在做这方面的研究。为什么还要选择这个课题呢?本书的题目对此作出了回答:重点落在“本土化”三个字。

本土化的主张始见于 20 世纪三四十年代,沉寂一段时间后,本土化运动于 20 世纪 80 年代重新恢复。90 年代以来,我国法律的本土化问题格外引人注目,学者们纷纷对其进行了颇富成效的探讨^①。所谓法律的本土化,是指把具有世界性或者国际性价值取向的法律理念、法律规则、法律组织、法律运行方式以及法律技术等加以中国化的过程^②。本土化的本义就是关注自身的经验,它意味着法律制度的移植既是本土资源化的过程,也是利用本土资源的问题。所以讨论本土化问题,应当紧扣中国的历史与现实^③。倘若只把制度搬来,而中国的社会经济、文化结构原封不动,那么,法律制度与其适用环境就会成为粘不到一起去的两张皮,不可能发挥多大的作用,有时甚至起反作用。因此,我们在理解、吸收和借鉴国外成功的法律制度时,一方面应当获得该法律制度所依赖的本国社会经济环境、心理文化环境、制度环境中有效资源的支持,并将国际上优秀的法律制度转化为

① 梁治平:《规范化与本土化—当代中国社会科学面临的双重挑战》,载《中国书评选集 1994~1996》,辽宁大学出版社 1998 年 12 月版。

② 谢晖著:《价值重建与规范选择——中国法制现代化沉思》,山东人民出版社 1998 年 3 月版,第 137~138 页。

③ 梁治平:《规范化与本土化—当代中国社会科学面临的双重挑战》,载《中国书评选集 1994~1996》,辽宁大学出版社 1998 年 12 月版。

本土的精神和规则;另一方面必须化解、变革本土资源中与之相对立的阻碍因素,建构与之相适应的新的本土资源环境。这样,法律本土化的最终结果,将是中国整个法律制度的现代化。^①

本书将上述理论生发开来,立足于中国实际,着重探讨移植到中国证券市场中的一项目具体而微的法律制度——禁止内幕交易制度。本书的研究思路以问题解决为主,制度比较为辅。采用的具体研究方法有:(1)比较法研究。运用比较分析的方法,将我国证券市场内幕交易法律规制置于两个坐标之中:一是市场发达、监管经验成熟的美、英、香港特区;二是市场正在发育、监管架构正在形成之中的新兴市场国家。以此定位我国证券内幕交易规制的效能和特点。(2)案例分析和实证研究。对迄今为止中国证监会所处罚的所有内幕交易违规行为展开评析,总结内幕交易行为的规律及其特性。运用经济学的实证研究成果,提升对内幕交易行为市场活动规律的全面认识。(3)法律解释学。不局限于对禁止内幕交易制度本身的介绍,而是深入解释内幕交易规制所处的整个制度环境,第一层次解释内幕交易规制的本身制度内涵;第二层次解释内幕交易规制同其他公司证券法律制度运作的关系;第三层次解释内幕交易制度与我国整个社会经济文化大环境的关系。(4)经济学分析。吸收经济学研究的成果,运用经济学的方法和角度来看待内幕交易中的具体问题。

基于上述构想,全书主体部分分为六章:

第一章 证券内幕交易规制的理论及其最新发展。介绍内幕交易规制的核心理论及各国法律的最新发展,为中心议题的讨论提供必要的背景资料,构建内幕交易规制的学理基础。

第二章 我国内幕交易规制的立法与实践。力图具体确切地把握我国证券市场内幕交易行为的深度、广度,客观准确地评价我国证券市场内幕交易规制的效能,揭示中心议题的表层问题。

第三章 我国证券内幕交易规制的本土制度环境。理性分析内幕交易制度在我国实际运行中所面临的本土资源环境,对证券内幕

^① 谢晖著:《价值重建与规范选择——中国法制现代化沉思》,山东人民出版社1998年3月版,第137~138页。

交易行为能够在中国市场上长期横行无忌的宏观和微观方面的深层次原因进行了细致的梳理和剖析。

第四章 我国证券内幕交易规制本土资源的现代化。寻求和发扬我国本土资源中的支持因素,克服阻碍因素,并有的放矢地提出具体的对策与建议,以资完善我国的证券市场法治。

第五章 我国证券内幕交易规制的系统架构之完善。在上述“本土化”分析的基础上,对如何完善我国内幕交易法律制度的架构提出可行性的主张和建设性的观点。

第六章 内幕交易规制与我国证券市场监管前瞻。在分析展望我国市场发展趋势的基础上,厘清市场发展创新与内幕交易规制的关系问题,并对电子化和国际化下的内幕交易问题提出对策。

第一章 内幕交易规制的基本理论 及最新发展

第一节 内幕交易规制的基本理论

一、为什么要禁止内幕交易

(一) 禁止内幕交易制度的由来

内幕交易行为与证券市场一样的古老,人们对内幕交易的态度从最初的容忍转向谴责,后由政府通过立法进行管制。

从早期普通法看来,内幕交易是公司法上的问题,涉及到公司管理人员和董事的信赖义务。20世纪60年代,美国SEC获得对内幕交易的监管权力,从此,内幕交易行为被视为一种证券欺诈行为。美国内幕交易案件的经典情节是,公司的内幕人员,例如董事或者经理,在得到内幕信息时买卖股票。这些公司内幕人对他们的股东负有诚信义务,要么披露信息,要么不从事交易,如果违反这个原则,就构成了对这些股东的欺诈行为。由于奥利佛·斯通的电影《华尔街》和汤姆·沃尔夫的流行小说《浮华之火》(Bonfire of the Vanities)的成功,内幕交易行为开始引起公众的关注。一些内幕交易的故事甚至被拍成了电视肥皂剧,其中,詹姆斯·司塔沃在1991年写的小说《股市大盗》,专门描绘臭名昭著的内幕交易案件,还被拍成了卖座电影。^①

在20世纪80年代之前,内幕交易似乎只是美国证券监管机构关心的事情。但到了80年代末,世界主要市场经济国家相继发生重大内幕交易丑闻。1988年日本发生轰动全球的利库特公司股票事

^① Shen-Shin Lu, *Insider Trading and the Twenty-Four Hour Securities Market*, 1994, p. 1.

件、1989年法国发生与收购要约有关的重大内幕交易案件、1993年德国工会领袖涉嫌内幕交易引咎辞职、1995年英国的Canadon案件都在国际上引起巨大关注。于是,世界各国立法对内幕交易管制开始形成共识,内幕交易被视为证券市场之毒瘤,成为各国全力消除的行为。1990年前后,不少国家纷纷为股票市场制定并实施内幕交易法,成为国际法律发展的一大风景。1988年日本修改《证券交易法》,增订了内幕交易规制条款^①,将法律作为与内幕交易行为作斗争的有力武器。一直坚持市场自律的英国也采用法律手段规制内幕交易,英国1980年《公司法》将内幕交易列为禁止规定,并专门制定了《1985年公司证券〈内部人员交易〉法》。1989年欧共体理事会成员国财长会议同意在欧共体对内幕交易实行统一规则。1989年欧共体委员会同意理事会提出的《欧共体内幕交易指令第二草案》,要求成员国于1992年7月1日前将其变成本国国内法。另外,在1989年还达成了《关于内幕交易第一国际公约》及其“追加议定书”。1995年全球共有103个股票市场,其中87个市场制定了禁止内幕交易规范^②。由此可见,对内幕交易进行法律规制已成为国际社会的共识。

各国纷纷禁止内幕交易的缘由,主要是为了维持投资者对证券市场公平运作的信心。目前尽管世界经济重现自由化趋势,大多数国家也并没有放松对证券业的微观监管,相反对内幕交易的处罚更为严格。

(二) 内幕交易规制的理论争议

1909年,斯特朗诉里普特(Strong v. Repide)案在美国联邦最高法院的提起^③,引起人们对内幕交易行为的关注。此后,在近一个

^① 日本1988年《证券交易法》第190条之二、之三。

^② Utpal Bhattachary, Hazem Daouk, "The World Price of Insider Trading", <http://www.ssrn.com>.

^③ Louis Loss and Joel Seligman, *Securities Regulation*, 3rd Edition Little, Brown and Company 1991. 案情:斯特朗和里普特同为一家公司的股东,里普特拥有该公司的大多数股票。当时里普特代表公司与当时的菲律宾政府谈判一宗房地产交易,同时又通过中间商收购斯特朗的股票。由于斯特朗不知道这宗房地产交易谈判,也不知道真正的收购者是里普特,因此,同意出售股票。当该公司与菲律宾政府最后达成协议,签订房地产交易合同后,公司股票价格上涨。里普特因此而获得大笔利润,而斯特朗则遭受了相当大的经济损失。