



中国法学会优秀课题成果文库

ZHONG GUO FA XUE HUI YOU XIU KE TI CHENG GUO WEN KU

邢会强◎著

证券欺诈规制的 实证研究

ZHENG QUAN QI ZHA GUI ZHI DE SHI ZHENG YAN JIU

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

中国法学会优秀课题成果文库

ZHONG GUO FA XUE HUI YOU XIU KE TI CHENG GUO WEN KU

邢会强◎著

证券欺诈规制的 实证研究

ZHENG QUAN QI ZHA GUI ZHI DE SHI ZHENG YAN JIU



本书是中国法学会2013年度部级法学研究青年项目“证券欺诈规制的实证研究”[课题编号CLS(2013)Y35, 主持人邢会强教授]的主要成果, 课题鉴定等级为优秀。

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

证券欺诈规制的实证研究 / 邢会强著. —北京: 中国法制出版社, 2016. 1

ISBN 978-7-5093-6992-0

I. ①证… II. ①邢… III. ①证券交易—诈骗—案例—研究—中国 IV. ①D922.287.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 279037 号

策划编辑 舒丹

责任编辑 任乐乐

封面设计 李宁

证券欺诈规制的实证研究

ZHENGQUAN QIZHA GUIZHI DE SHIZHENG YANJIU

著者 / 邢会强

经销 / 新华书店

印刷 / 北京九州迅驰传媒文化有限公司

开本 / 787 毫米 × 960 毫米 16 开

印张 / 27.25 字数 / 362 千

版次 / 2016 年 5 月第 1 版

2016 年 5 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-6992-0

定价: 82.00 元

北京西单横二条 2 号

值班电话: 66026508

邮政编码: 100031

传真: 66031119

网址: <http://www.zgfs.com>

编辑部电话: 66071862

市场营销部电话: 66033393

邮购部电话: 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010-66032926)



编委会



顾 问：王乐泉

主 任：陈冀平

副主任：鲍绍坤 张鸣起 张文显（常务） 王其江 张苏军

委 员：（按姓名拼音排序）

卞建林	蔡守秋	陈卫东	陈兴良	陈泽宪	付子堂
公丕祥	韩大元	何勤华	胡建森	黄 进	怀效锋
贾 宇	李 浩	李 林	李 龙	李明德	李仕春
梁慧星	林 嘉	刘春田	马怀德	莫纪宏	沈国明
沈四宝	孙宪忠	王利明	王振民	吴汉东	吴志攀
应松年	张庆福	张守文	张卫平	张新宝	赵秉志
赵旭东	郑成良	朱孝清	朱 勇		

编辑部主任：李仕春

编辑部副主任：李存捧 彭 伶 张 涛

编 辑：曹 菲

中国法学会优秀课题成果文库

出版说明

为了全面推进课题研究成果的应用转化，繁荣法学研究，服务法治实践，推进法治中国建设，中国法学会特设立“中国法学会优秀课题成果文库”，集中推出反映当前我国法学研究前沿水平、具有重大理论价值、重大学术价值、重大应用价值的学术精品，充分发挥优秀成果和优秀人才的示范引领作用。凡入选成果文库的作品，均为课题成果鉴定等级为“良好”以上，选题价值较大，创新性强，对重要领域或重要问题有较为系统深入的研究，具有较高学术价值或应用价值，文风严谨，符合学术规范和出版形式要件。2015年，从227项课题成果中，精选出10项符合上述条件的作品，纳入“中国法学会优秀课题成果文库”出版。今后每年从当年结项的课题成果中精选部分作品予以出版。

中国法学会

2016年4月

序 言

证券市场是一个名利场，从来都是天使与魔鬼同在。尽管执法者不断打击并试图消灭证券市场上的违法犯罪行为，但它总是难以绝迹。就像依附于人体并彼此进化的病毒一样，证券违法犯罪行为依附于我国证券市场，与证券法及证券监管“魔高一尺，道高一丈”竞相进化，“魔技”与“道术”不断发展。传统证券违法犯罪行为有的或许可以“根治”、断绝，但有的则像病毒性感冒一样不断地复发，甚至会变异为新的病毒来侵害人类。有人类存在的地方就会有病毒，有证券市场的地方就会有违法犯罪。不得病的人是没有的，没有违法犯罪的证券市场是一种“乌托邦”。因此，对于证券市场上的违法犯罪行为必须予以正视、研究，不断寻求新的解决、医治之道。只有研究好了证券市场违法犯罪行为，才能正确评价现行证券法和证券监管，并提出切实有效的改进建议，才能做到“道高一丈”，切实保护投资者利益。

为此，《证券欺诈规制的实证研究》采用了实证研究和比较研究的方法，实证统计和比较分析了2001年至2014年以来我国证券市场上发生的证券欺诈案件，包括行政案件、民事案件和刑事案件。尤其是对中国证监会网站（www.csrc.gov.cn）上公布的自2001年以来至2014年5月31日的517份行政处罚决定书进行实证研究（期货案件除外），并按照欺诈种类进行了细致的分析。为了拓宽视野，研究不再局限于我国大陆地区发生的案例，

而扩展至研究美国、我国台湾地区和香港地区的案例，通过境内外综合比较，为我国大陆相关制度的完善提供有益的借鉴。研究发现与主要观点如下：

新世纪以来，我国证券违法犯罪行为发生了巨大变化：信息披露违法案例是最主要的违法形式，证券交易环节即二级市场是证券违法的最主要领域，发行人（上市公司）和投资者是最主要的违法主体，滥用信息优势型违法最多。研究发现，我国《证券法》用 17% 左右的篇幅规制了整个证券市场上 80.66% 的违法行为，这显然是比例失调。因此，我国应以精细化、精确化乃至数量化的立法语言，大幅度地增加信息类条文在《证券法》中的篇幅，以便于人们学习、运用和实施《证券法》，消除证券市场上如此猖獗的信息优势滥用类违法行为。

对中国证监会 458 份证券欺诈行政处罚决定书的实证分析表明，中国证监会已经基本上形成了独特的执法风格，每年的执法数量在均衡和稳定中保持逐步增长；执法力度一直较轻，但近年来有加重处罚的趋势；执法的及时性在逐步增强，处罚间隔越来越短；但执法效果不尽理想，威慑性不足的问题也同样存在。为应对日益复杂繁重的证券执法任务，一方面国家应加大对中国证监会的执法投入，另一方面中国证监会也应提高惩罚的力度和打击的精度。

通过对中美两国上市公司财务欺诈处罚的实证比较发现，美国无论是在公共处罚还是在私人处罚方面，其力度远高于我国。美国的金钱处罚力度大约是中国的 250 倍。我国无论是公共处罚还是私人处罚，均需要提高处罚的力度。

83 件内幕交易行政处罚案的实证研究表明，中国证监会对内幕交易案件的处罚力度在显著加大。中国证监会积极执法，通过案件填补了《证券法》中的立法空白。但《证券法》立法的粗疏亟待改进，规章和司法解释中的有益做法应及时上升为法律。

对比我国大陆地区与我国台湾地区以及香港地区、美国对内幕交易的民事诉讼可知，我国大陆地区对内幕交易的民事诉讼远逊于美国和我国台湾地区。在选择我国大陆地区内幕交易民事诉讼的模式时，我国大陆地区应偏向于选择美国模式，即建立以中国证监会执法为主、民事诉讼为辅的内幕交易赔偿模式。

我国内幕交易赔偿制度是在中国证监会对内幕交易的稽查与行政处罚机制的基础上，建立投资者公平基金制度，并将罚没收入分配给受害的投资者。我国的投资者公平基金制度的建立，应从内幕交易领域入手，先建立“内幕交易公平基金”进行试点，再扩展至其他领域。这是威慑内幕交易违法者、维护投资者权利的重要举措，既十分必要，也具有现实可行性，应尽早提上议事日程。在现有的中国证监会对内幕交易稽查和处罚机制之上，建立内幕交易公平基金制度，是一个成本相对俭省的方案。由于内幕交易领域基本上不存在投资者自己赔偿自己的“循环困境”，美国的经验证明其赔偿绩效高于集团诉讼，因此，内幕交易公平基金制度优越于内幕交易民事诉讼制度。但我国的公平基金制度应吸取美国的教训，注意吸收投资者的参与，增强对基金分配过程的监督，赋予异议者以寻求救济的权利。

我国应优化新型证券欺诈规制的方法。由于作案手法的新颖性，对于新型证券欺诈行为，既有法律没有特别具体的规定，因此在进行处罚时，没有特别合适的法律可以适用，只能借助于“兜底条款”或者原则性条款。但2012年修订后的《证券投资基金法》进行了改进，增加了两个新的条款，即修订后的第18条和第21条。此外，早在2009年2月，《刑法修正案(七)》规定了“利用非公开信息罪”。这样，法律对禁止基金“老鼠仓”的规范具体明确，减少了不必要的争议，便于有关人员学习和遵守。这是中国证券立法的一个有益经验，值得其他类似事项借鉴。在抢先交易违法犯罪行为日益增多，该种操纵市场手法已经“标准化”的情况下，应将其作为规

刚性条款明确写入《证券法》和《刑法》，以减少对“兜底条款”的使用。

我国应建立特别金融法院。证券违法犯罪与其他金融违法犯罪不同，证券违法犯罪的受害人即投资者是遍布全国甚至是全球的，而其他金融领域的受害人一般都在当地；证券违法犯罪是“外地资金流入本地型”，而其他金融领域的违法犯罪是“本地资金循环流动型”。因此，打击证券违法犯罪行为时经常发生地方局部利益与证券市场整体利益的冲突。为了应对地方保护主义、打击违法犯罪行为的积极性不足、金融审判的专业化和快捷化等问题，建议在北京设立“全国金融特别法院”和“全国证券特别检察院”；对证券市场犯罪行为，无论发生在何地，“全国证券特别检察院”均可行使刑事公诉优先权；前述民事起诉和刑事公诉的一审需向“全国金融特别法院”提出。

我国的证券监管哲学应由“盈利中心主义”转向“信息披露中心主义”。信息披露制度是证券法的基石，是证券监管制度的中心。多层次资本市场体系以及证券中介机构等信誉中介机制有助于克服证券市场的信息不对称问题。为加强对信息披露违法违规的惩罚力度，提高惩处概率，我国应引入集团诉讼制度，完善奖励举报制度，肯定做空机制的合法性。

当然，本书仅为对证券欺诈行为的初步研究，且对内幕交易着墨较多，对操纵市场的研究显著不足，对市场创新背景下的证券欺诈行为（如跨市场操纵、程序化交易条件下的市场操纵）没有研究，而这都有待后续的进一步研究。

前 言

一、概念说明与研究范围界定

“证券欺诈”曾是一个法律用语。1993年8月15日，经国务院批准，国务院证券委^①发布了《禁止证券欺诈行为暂行办法》。其中第2条对“证券欺诈”作了界定：“本办法所称证券欺诈行为包括证券发行、交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为。”内幕交易、操纵市场、虚假陈述的涵义比较明确，而“欺诈客户”的涵义却比较含混，因此，该办法对“欺诈客户”进行了界定。其第10条规定，欺诈客户行为包括：（一）证券经营机构将自营业务和代理业务混合操作；（二）证券经营机构违背被代理人的指令为其买卖证券；（三）证券经营机构不按国家有关法规和证券交易场所业务规则的规定处理证券买卖委托；（四）证券经营机构不在规定时间内向被代理人提供证券买卖书面确认文件；（五）证券登记、清算机构不按国家有关法规和本机构业务规则的规定办理清算、交割、过户、登记手续；（六）证券登记、清算机构擅自将顾客委托保管的证券用作抵押；（七）证券经营机构以多获取佣金为目的，诱导顾客进行不必要的证券买卖，或者在客户的账户上翻炒证券；（八）发行人或者发行代理

^① 1998年4月，国务院证券委并入中国证监会，中国证监会成为正部级事业单位。

人将证券出售给投资者时未向其提供招募说明书；(九) 证券经营机构保证客户的交易收益或者允诺赔偿客户的投资损失；(十) 其他违背客户真实意志，损害客户利益的行为。

1998 年底《证券法》制定之后，相关规定写进了《证券法》，《禁止证券欺诈行为暂行办法》不再有效。《证券法》几经修改后，目前的《证券法》(即 2014 年 8 月修订，下同) 第三章“证券交易”第四节专门规定了“禁止的交易行为”，欺诈包括内幕交易(第 73 ~ 76 条)、操纵市场(第 77 条)、发行人之外的主体编造与传播虚假信息(第 78 条)和欺诈客户(第 79 条)。这四类行为与《禁止证券欺诈行为暂行办法》规定的四种证券欺诈行为在范围上是一致的。但《证券法》所述的“欺诈客户”，在具体外延上与《禁止证券欺诈行为暂行办法》有所不同。《证券法》所述的“欺诈客户”包括：“(一) 违背客户的委托为其买卖证券；(二) 不在规定时间内向客户提供交易的书面确认文件；(三) 挪用客户所委托买卖的证券或者客户账户上的资金；(四) 未经客户的委托，擅自为客户买卖证券，或者假借客户的名义买卖证券；(五) 为牟取佣金收入，诱使客户进行不必要的证券买卖；(六) 利用传播媒介或者通过其他方式提供、传播虚假或者误导投资者的信息；(七) 其他违背客户真实意思表示，损害客户利益的行为。”《禁止证券欺诈行为暂行办法》规定的“欺诈客户”中的(一)(三)(五)(六)(八)(九)均不再作为“欺诈客户”来处理了。

此外，《证券法》第三章第四节还规定了以下禁止的交易行为：(1) 禁止法人非法利用他人账户从事证券交易(第 80 条)。(2) 禁止法人出借自己或者他人的证券账户(第 80 条)。(3) 禁止资金违规流入股市(第 81 条)。(4) 禁止任何人挪用公款买卖证券(第 82 条)。(5) 禁止国有企业违规炒股：国有企业和国有资产控股的企业买卖上市交易的股票，必须遵守国家有关规定(第 83 条)。显然，这些行为不属于欺诈客户的行为，因为尽管这些违规主体从事证券交易的行为隐瞒了有关主体身份或资金来源的事

实，但又构成了民法中的表见代理，加之证券交易的多方性和匿名性，交易相对方难以知道也无需知道是与谁在做交易，交易相对方的利益并未受到损害。

因此，“证券欺诈”最基本的范围有四种：内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述。这四种行为为传统的“证券欺诈”，也是本文的主要研究对象。当然，对这四种行为研究的侧重点是不同的，对于当前存在执法或司法困境的内幕交易和新型证券欺诈行为，本书将以专章，甚至几章的篇幅专门研究，而对于执法和司法不存在困境或较少存在困境的传统证券欺诈行为，如操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等，囿于时间所限，本书暂不专门进行研究。

此外，本书还研究新型证券欺诈。那么，何谓新型证券欺诈呢？它是指除传统证券欺诈之外的证券欺诈，在我国目前的证券市场上主要是指“利用未公开信息交易行为”和“抢先交易行为”。

“利用未公开信息交易行为”，俗称“老鼠仓”，是指基金经理或者实际控制人，在运用自有资金（基金资金）拉升某只股票之前，先用个人资金（包括亲朋好友或本人资金）在价格拉低位买进股票建仓，等到用自有资金将股价拉升到高位后，个人的仓位会率先卖出获利，而机构（公有）和散户的资金可能因此而套牢。

抢先交易（Front Running or Forward Trading），俗称“抢帽子”，是指证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员，买卖或者持有相关证券，并对该证券或其发行人、上市公司公开作出评价、预测或者投资建议，以便通过期待的市场波动取得经济利益的行为。

本书拟对这两种新型的证券欺诈行为进行专门研究。

二、结构安排与主要观点

本书共分九章。前两章研究宏观方面，即第一章研究中国证券市场

二十年违法行为之变迁，第二章研究中国证监会执法风格。第三章专门研究财务欺诈，接来的第四至第六章专门研究当前的执法重点——内幕交易问题，分别从行政法和民事诉讼的角度进行研究。为了拓宽视野，研究不再局限于我国大陆地区发生的案例——因为这样的案例数量太少，而是扩展至研究美国、我国台湾地区和香港地区的案例，通过国际比较，为我国大陆内幕交易处罚制度的构建提供有益的借鉴。第七章专门研究新型证券欺诈规制问题。第八章研究金融法院。第九章研究我国证券法的变革。

本书的主要发现、主要观点如下：

第一章发现，新世纪以来，我国证券违法犯罪行为发生了翻天覆地的变化：从违法行为性质角度看，信息披露是最主要的违法形式。从市场环节角度看，证券交易环节即二级市场是证券违法的最主要领域。从违法主体角度看，发行人（上市公司）和投资者是最主要的违法主体。从行为载体角度看，滥用信息优势型违法最多。与上个世纪对比，新世纪以来的证券违法行为出现以下三点变化：从违法行为性质角度看，操纵市场、透支挪用类案例所占的比例急剧减少，信息披露违法和内幕交易案例大幅度上升，并出现新的证券违法类型（如基金经理“老鼠仓”）。从违法主体角度看，证券经营者（包括证券公司和基金管理公司）的违法行为大幅减少，发行人和投资者的违法行为大幅度上升。从行为载体角度看，滥用资金优势的违法行为大幅度降低，滥用信息优势的违法行为大幅度上升。新世纪以来与上个世纪末相比，证券违法行为没有变化的是：从市场环节角度看，证券交易环节即二级市场一直都是证券违法的最主要领域。第一章还发现，我国《证券法》用17%左右的篇幅规制了整个证券市场上80.66%的违法行为，这显然是比例失调。因此建议，我国应以精细化、精确化乃至数量化的立法语言，大幅度地增加信息类条文在《证券法》中的篇幅，以便于人们学习、运用和实施《证券法》，消除证券市场上如此猖獗的滥用信息优势类违法行为。

第二章对中国证监会 458 份证券欺诈行政处罚决定书的实证分析表明，中国证监会已经基本上形成了独特的执法风格，每年的执法数量在均衡和稳定中保持逐步增长；执法力度一直较轻，但近年来有加重处罚的趋势；执法的及时性在逐步增强，处罚间隔越来越短；但执法效果不尽理想，威慑性不足的问题也同样存在。为应对日益复杂繁重的证券执法任务，一方面国家应加大对中国证监会的执法投入，另一方面中国证监会也应提高惩罚的力度和打击的精度。

第三章通过对中美两国上市公司财务欺诈处罚的实证比较发现，美国无论是在公共处罚还是在私人处罚方面，其力度远高于我国。美国的金钱处罚力度大约是中国的 250 倍。如果说美国的处罚是真正让违法者“伤筋动骨”、有“切肤之痛”的话，我国的处罚则有点类似于“蚂蚁蜇人一下”。美国的处罚起到的是威慑作用，我国的处罚则仅起到提醒的作用。我国无论是公共处罚还是私人处罚，均需要提高处罚的力度。

第四章通过对 83 件内幕交易行政处罚案的实证研究发现，中国证监会对内幕交易案件的处罚力度在显著加大。中国证监会积极执法，通过案件填补了《证券法》中的立法空白。但《证券法》立法的粗疏亟待改进。随着相关执法实践的丰富和我国内幕交易处罚体系的建立和完善，规章和司法解释中的有益做法应及时上升为法律，以改变《证券法》的粗疏，加强其立法的精细化。

第五章通过对比我国大陆地区与我国台湾地区以及香港地区、美国对内幕交易的民事诉讼发现，我国大陆地区对内幕交易的民事诉讼远逊于美国和我国台湾地区。在选择我国大陆地区内幕交易民事诉讼的模式时，本书主张我国大陆地区应偏向于选择美国模式。即建立以中国证监会为主、民事诉讼为辅的内幕交易赔偿模式。

第六章研讨内幕交易公平基金制度。本章认为：我国的投资者公平基金制度的建立，应从内幕交易领域入手，先建立“内幕交易公平基金”进

行试点，再扩展至其他领域。这是威慑内幕交易违法者、维护投资者权利的重要举措，既十分必要，也具有现实可行性，应尽早提上议事日程。在现有的中国证监会对内幕交易稽查和处罚机制之上，建立内幕交易公平基金制度，是一个成本相对俭省的方案。由于内幕交易领域基本上不存在投资者自己赔偿自己的“循环困境”，美国的经验证明其赔偿绩效高于集团诉讼，因此，内幕交易公平基金制度优越于内幕交易民事诉讼制度。但我国的公平基金制度应吸取美国的教训，注意吸收投资者的参与，增强对基金分配过程的监督，赋予异议者以寻求救济的权利。

第七章研究新型证券欺诈。本章认为：由于作案手法的新颖性，对于新型证券欺诈行为，既有法律没有特别具体的规定，因此在进行处罚时，没有特别合适的法律可以适用，只能借助于“兜底条款”或者原则性条款。但2012年修订后的《证券投资基金法》进行了改进，增加了两个新的条款，即修订后的第18条和第21条。此外，早在2009年2月，《刑法修正案（七）》规定了“利用非公开信息罪”。这样，法律对禁止基金“老鼠仓”的规范具体明确，减少了不必要的争议，便于有关人员学习和遵守。这是中国证券立法的一个有益经验，值得其他类似事项借鉴。在抢先交易违法犯罪行为日益增多，该种操纵市场手法已经“标准化”的情况下，应将其作为规则性条款明确写入《证券法》和《刑法》，以减少对“兜底条款”的使用。

第八章实际上承接的是第三章，论述金融法院与证券法治。本章认为：证券违法犯罪与其他金融违法犯罪不同，证券违法犯罪的受害人即投资者是遍布全国甚至是全球的，而其他金融领域的受害人一般都在当地；证券违法犯罪是“外地资金流入本地型”，而其他金融领域的违法犯罪是“本地资金循环流动型”。因此，打击证券违法犯罪行为时经常发生地方局部利益与证券市场整体利益的冲突。为了应对地方保护主义、打击违法犯罪行为的积极性不足、金融审判的专业化和快捷化等问题，建议在北京设立“全国金融特别法院”和“全国证券特别检察院”；对证券市场犯罪行为，

无论发生在何地，“全国证券特别检察院”均可行使刑事公诉优先权；前述民事起诉和刑事公诉的一审需向“全国金融特别法院”提出。

第九章实际上呼应的主要是第一章，当然也和其他章节的观点相一致，论述中国证券法的注册制变革。本章认为：“推进股票发行注册制改革”意味着我国的证券监管哲学正在发生转向，即由实质审核转向形式审核，由“盈利中心主义”转向“信息披露中心主义”。信息披露制度是证券法的基石，是证券监管制度的中心。多层次资本市场体系以及证券中介机构等信誉中介机制有助于克服证券市场的信息不对称问题。为加强对信息披露违法违规的惩罚力度，提高惩处概率，我国应引入集团诉讼制度，完善奖励举报制度，肯定做空机制的合法性。为了弥补信息披露和形式审核制度的不足，我国《证券法》应保留一定的股票公开发行实质审核权，并授权证券交易所行使。

目 录

Contents

前 言	1
第一章 中国证券市场二十年违法行为之变迁	
——基于中国证监会 577 份行政处罚决定书的实证分析	1
一、问题与界定	1
二、证券违法行为类型与分布之变迁	3
三、证券违法行为之交互分析	8
四、总结、启示与对策	12
第二章 中国证监会执法风格之实证研究	
——基于 458 份证券欺诈行政处罚决定书的分析	18
一、执法均衡分析	19
二、执法力度分析	26
三、执法效果分析	28