

经济法博士精品文库

李昌麒 / 主编

内幕交易 及其法律控制研究

Insider Trading and
Its Legal Restraint

胡光志 / 著

法律出版社



经济法博士精品文库

李昌麒 / 主编

F832.5

H571

D922.287.4

内幕交易

及其法律控制研究

Insider Trading and
Its Legal Restraint

(2001年国家社科基金项目)

胡光志 / 著

法律出版社



A1013351

图书在版编目(CIP)数据

内幕交易及其法律控制研究/胡光志著. —北京:法律出版社, 2002. 8

2001 国家社会科学基金项目

ISBN 7-5036-3892-3

I. 内… II. 胡… III. 证券交易—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 062138 号

©法律出版社·中国

出版/法律出版社	编辑/法学学术出版中心
总发行/中国法律图书公司	经销/新华书店
印刷/北京四季青印刷厂	责任印制/陶松
开本/A5	印张/12.25 字数/318 千
版本/2002 年 8 月第 1 版	印次/2002 年 8 月第 1 次印刷
法律出版社/北京市西三环北路甲 105 号科原大厦 A 座 4 层(100037)	
电子邮件/info@lawpress.com.cn	电话/010-88414121
网址/www.lawpress.com.cn	传真/010-88414115
法学学术出版中心/北京市西三环北路甲 105 号科原大厦 A 座 4 层(100037)	
电子邮件/xueshu@lawpress.com.cn	
读者热线/010-88414883	传真/010-88414115
中国法律图书公司/北京市西三环北路甲 105 号科原大厦 A 座 4 层(100037)	
传真/010-88414897	销售热线/010-88414896
网址/www.Chinalaw-book.com	010-88414899
书号:ISBN 7-5036-3892-3/D·3609	定价:25.00 元

《经济法博士精品文库》 出版说明

兴起于 20 世纪 80 年代初期的中国经济法学,经过二十余年的发展,已经取得了令世人瞩目的成就。时至今日,不仅经济法的学科地位已为学术界所广泛认同,而且经济法作为一个独立的法律部门也得到了人们的普遍接受。然而,不可否认的是,作为一门新兴的、发展中的年轻学科,经济法学的许多领域还有待进一步开拓,许多问题还有待进一步研究。可以说,无论是经济法学宏观体系的构建,还是经济法学微观理论的深化,皆有赖于学者们继续大胆创新和勤奋耕耘。

西南政法大学经济法学科点自 20 世纪 80 年代成立时起,就一直紧紧跟踪经济法法学的发展,并在经济法理论和务实研究方面作了长期不懈的努力。经过全体教师的共同奋斗,学科点在学科建设和学术研究方面取得了较为丰硕的成果,在法学界享有一定的声誉。自 1996 年获得博士学位授权资格后,学科点又于 2002 年被评为国家高等学校重点学科点。但是,经济法法学的发展任重而道远,要实现经济法法学发展的宏伟目标,我们尚需不断进取。我们深知,只有与全国经济法法学界的志士仁人们一道共同努力,以更加丰硕的教学和科研成果,回应新的世纪、新的时代对经济法学科发展的要求,才不愧于国家对经济法学科建设所寄予的厚望。

博士作为高层次的专门人才,向来是学科建设的生力军。为了充分发挥经济法博士在经济法学科发展中的重要作用,亦为经济法博士展示其成果提供畅通的途径,我们决定编辑出版这套《经济法博士精品文库》。《文库》将每年出版2至3部,面向全国征集稿件。凡经济法专业博士论文以及选题方向属于经济法领域的其他专业的博士论文,均属于征稿范围。应征稿件经学科点聘请的《文库》编辑委员会审订后,择优推荐给出版社,一经采用,即由学科点按有关规定资助出版。

热忱欢迎有志于经济法学科建设的博士们踊跃赐稿!

西南政法大学经济法学科点
《经济法博士精品文库》编辑委员会
2002年7月

序

我国证券市场发端于 20 世纪 80 年代,历史不长,但发展很快。正如作者在书中指出的那样,“中国证券市场的高速发展,需要有与之相匹配的法律制度供给;而法律制度的供给,需要有与之相匹配的法学理论支撑。”但是,相比之下,我国证券立法和证券法律理论却相对落后,在满足证券市场发展的需要方面,往往显得捉襟见肘,不仅穷于应付,而且力不从心。可以说,我国证券事业才刚刚起步,总的来说,还十分年轻:即证券市场年轻、证券立法年轻、证券法学理论年轻。正因为年轻,它才有可能呈现出勃勃发展的生机和无限光明的前景。

本书作者是我的学生。作为老师,我对于学生的每一个成就,都感到由衷的自豪和高兴。但是,我又不愿意对自己的学生作不适当的褒和贬。然而,一个年青学者的学术思想的成熟和发展往往又需要广泛和深入的学术交流,正是基于此,我又十分乐意将作者集几年之艰辛的新著《内幕交易及其法律控制研究》介绍给读者。

我校经济法学科是国家确立的全国高等学校重点学科点,作者是我校经济法学科点的年轻的学术骨干、硕士生导师,一直从事经济法的教学和研究,先后在《中国法学》、《现代法学》等刊物上发表论文 30 余篇,参与撰写专著、教材等 8 部。近年来,随着我国证券市场和证券立法的不断发展,作者对证券法产生了浓厚的兴趣,并发表了一些颇有见地的成果。现在呈现在读者面前的《内幕交易及其法律控制研究》既是国家社科基金资助项目的最终成果,又是作者以博士论文为基础而完成的著作。在博士论文答辩过程中,由校内外一些著名法学专家所组成的答辩委员会对作者的这篇博士论文给予了充分

的肯定,认为是一篇优秀的博士论文。

内幕交易作为伴随证券市场始终的顽疾,对于它的产生原因及法律规制,学者都可以从不同的学科层面进行阐释而不会招致“不务正业”的指责。作为力图揭示经济法赖以存在的客观基础的我,总是倡导经济法研究生基于经济法的理念去揭示我国现实生活中确实存在的按照民法和行政法的本质难以调整的、需要由经济法调整的社会关系。我注意到本书的作者自始至终沿着内幕交易是市场失灵的一种表现、是一种证券投机、是一种交易欺诈、是一种不公平竞争、是一种损害公共利益的行为、对内幕交易的规制需要国家权力的介入的思路,展开了对内幕交易的理论认识和对反内幕交易立法体系的构建,这正好契合了经济法是国家干预经济之法的经济法理念。

本书从内幕交易的本质、内幕交易的构成要件、内幕交易的经济法律分析、国外反内幕交易立法以及我国反内幕交易立法等几个方面,对内幕交易的本质和反内幕交易立法作了全面和深入的论述,具有以下几个特点:

第一,两个注重。从我国目前既有的理论著述来看,总是在国内和国外两个方面有所侧重,有的论述虽然也有兼顾,但又显得不够系统和深入,从而出现法学著作中容易出现的“国内国外两张皮”现象。而本书在总结众多理论研究成果及方法的基础上,既注重对国外内幕交易理论研究和立法实践的介绍和总结,也注重对我国相关理论和立法的比较和分析。

第二,详略有别。内幕交易涉及的理论问题内容丰富。对于人们已经论述颇多的问题,作者并未再作重复性的展开,如内幕交易的民事责任问题、内幕交易犯罪的构成问题等。但是,对于一些国内学者并未深入讨论的问题,如对于内幕交易的危害、内幕信息在反内幕交易法中的地位、内幕交易的经济与法律分析、国外内幕交易立法的发展趋势和制度系统、我国内幕交易的状况和特点、内幕交易系统预防以及我国反内幕交易立法的系统分析等,则不惜笔墨,分析得较为系统、入微。同时,在对国内外关于内幕交易理论和实践的分析中,

并未把注意力集中于诸多琐碎细节的分析,而是致力于从宏观层面系统地总结经验和教训,从而为反内幕交易理论体系的系统构建作了新的探索。

第三,敢于创新。作者并不受制于既有理论定式的约束,敢于提出一些新的思考。这些思考不论是否成熟,都会给人以一种新的启迪。如作者经过详细的考察和比较研究,提出了以内幕信息为中心的理论。在我看来,这一理论对于研究内幕交易的定义、内幕交易的构成要件、内幕交易的预防制度等,无疑都有着重要的启发意义;又如,作者对内幕交易的经济和法律分析的批判,尤其是对纯粹的经济分析的批判,对崇尚以经济分析方法评价法律的当代中国来说,不能不说有其独到之处;再如,作者提出的内幕交易防范的系统观、内幕交易监督的效率观等,对我国反内幕交易立法的完善,也是有相当的参考意义的。

尽管由于我国证券市场的发展并不充分,真正被揭露的内幕交易行为也不多见,从而使得本书在实证分析方面仍嫌不足,但在本书的整体论述过程中所显露出的作者的大胆创新精神和综合分析能力,仍然会留给读者较为深刻的印象。我希望作者在已有研究的基础上,进一步结合我国实际,为我国证券市场立法的完善和反内幕交易的司法实践提供更加深刻和更具操作性的论证。

是为序。

李昌麒

2002年7月15日于重庆

导 言

波澜壮阔的改革开放,以及由此导致经济生活的日新月异,为中国的证券和证券业培育了肥沃的土壤。1984年11月14日上海飞乐音响公司向社会发行第一支股票,1990年和1991年上海和深圳证券交易所先后成立并正式开业……我国证券市场,从中国第一支股票面世时算起,虽然至今也才不过十多年的历史^①,但就在这短短的

① 这里所谓“我国证券市场的发展历史”,是指我国改革开放后证券市场的历史。至于更广泛意义上的证券市场史,则可以追溯到清末时期。据称,近代中国的证券市场主要是指股票市场和债券市场,其组织形式是证券交易所,最初的证券交易所由外商创办,随后国人亦创办了自己的交易所。后北洋政府、国民党政府都相继保留并发展了证券市场。新中国成立后,1950年代初曾建立过证券市场,如1949年6月设立了天津证券交易所,1950年2月又设立了北京证券交易所。但到1952年7月起,证券市场相继被撤销。从1950年代末到1970年代末,证券市场在我国销声匿迹。改革开放后,证券市场才真正迎来了重新建立和发展的新的历史机遇(可参见符启林主编:《中国证券法律制度研究》,法律出版社2000年5月第1版,第14—18,45—46页)。不过,改革开放后,证券市场究竟以什么为形成标志,理论上有不同的认识,一种认为应从1984年第一支股票的发行为标志,另一种认为应从1990年和1991年上海和深圳证券交易所的设立为标志。笔者认为,证券市场的形成应以典型的集中竞价市场的形成为标志,即我国证券市场应当形成于1990年代初期。

十多年时间内,证券业从无到有,从孩童学步到开始迈向成熟之路,不仅标志着中国证券市场已经取得的辉煌成就,更预示着中国证券市场未来发展的光明前景。

据统计,1997年底,沪深两市共有上市公司821家,市价总值达到1.7万亿元(人民币)。经过三年的发展,到2000年时,我国沪深股市上市公司增加到1086家,股票市值达到48090.94亿元(人民币)^①。另据报道,2001年中国境内有188家企业公开发行股票,境内上市公司已达1160家,投资者开户数已达到6595万户^②。于是,有人惊呼,中国证券市场“以惊人的发展速度,用十多年时间走过了发达国家用一百多年走过的路”^③。

然而,宏大的事业才刚刚开始。与发达国家相比,我国的证券市场并不发达。以1997年的情况为例,伦敦证券交易所的上市公司超过2650家,其中外国公司485家(而据1993年12月31日的统计数字,当时伦敦证券交易所的市场资本就已达19080亿英镑);纽约证券交易所有上市公司2500家,其交易量占全世界上市股票总交易量的60%;东京证券交易所有上市公司1777家,其中外国公司110家,市场资本总额近45000亿美元^④,我国证券市场与之相比,差距至为明显。

有证券市场,就有证券市场的一切弊端,也许这也正是事物运动的必然规律。证券市场在筹集资本、优化资源配置、提高经济效益、增进社会福利等方面,为人类带来了诸多的方便和巨大的好处,但与

① 范永进:“新中国证券市场的回顾与展望”,载范永进、强纪英主编:《回眸中国股市》,上海人民出版社2001年5月第1版,第1页。

② 参见《蛇年中国股市一波三折 证券市场出现诸多新特点》,下载于 <http://finance.sina.com.cn>,2002年02月09日07:54,新华网。

③ 范永进:“新中国证券市场的回顾与展望”,载范永进、强纪英主编:《回眸中国股市》,上海人民出版社2001年5月第1版,第1页。

④ 参见车耳摘编:“世界主要国家、地区证券交易所介绍”,载《金融法专刊》,法律出版社1999年第1期(总第12期、第13期合刊)。

此同时,不可避免的证券投机、市场操纵、内幕交易、欺诈客户等等,也给人类社会带来了不可克服的负面影响和成本支出。我们必须看到,证券投机的盛行以及证券欺诈的猖獗,不仅仅只是使资本市场中失败者遭受灾难,而且也是社会经济危机和社会动荡的潜在诱因。

证券市场的一切弊端,在现代经济学理论那里,都可以归因于“市场失灵”。证券市场中的市场失灵,是市场失灵的一个重要表现。有的学者曾从经济学的角度对这种市场失灵作了描述,认为证券市场有以下特有缺陷:(1)证券交易的外部效应比较明显;(2)证券经营会形成垄断;(3)证券市场信息偏在十分突出^①。也有的学者认为,证券市场上的市场失灵,最集中地表现在两个方面:一是信息不完全或不对称;二是证券信息的公共产品性质^②。在笔者看来,证券市场的失灵,归根结底是证券信息的失灵。不实陈述、市场操纵、欺诈客户、内幕交易等,无不都是利用证券信息传播过程所固有的缺陷,而进行的“坑蒙拐骗”。

市场失灵是国家干预经济的基本经济依据。由于信息失灵是证券市场运行中不可避免的现象,因而国家对证券市场的干预也就势所必然。借用国家力量反欺诈、反内幕交易是当今世界证券市场发展中出现的普遍性现象。但是,国家干预并非国家的恣意,也非无章可循,它必须坚持两个最基本的原则:即国家干预的法治化和国家干预的适度^③。在证券市场的国家干预中,也无例外:国家对证券市场的干预,必须以维护证券市场的安全和有效运行为基本原则,必须将国家在证券市场中的干预活动纳入法治化的轨道,并通过防范和打

① 至于形成证券市场特有缺陷的原因,主要在于:(1)股票信息的不对称性;(2)股票信息的不完全性;(3)股票的非信息源特性;(4)股票价格的特殊形成机制。参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年12月第1版,第25页,注1。

② 参见孔祥俊主编:《民商法热点、难点及前沿问题》,人民法院出版社1996年7月第1版,第342—343页。

③ 参见李昌麒:《经济法——国家干预经济的基本法律形式》,四川人民出版社1995年12月第1版,第209—211页。

击包括内幕交易在内的证券违法,保障证券市场运行机制功能正常发挥。作为证券市场法律体系的重要内容,反内幕交易立法既要以防止和打击内幕交易为己任,也要规范国家在反内幕交易过程中的干预行为。

“我们都听说过欺诈行为。这似乎是个全球性现象,存在于每个社会中”^①。内幕交易是证券市场中最严重的一种欺诈。虽然我国证券市场仅有极为短暂的历史,但其所附带的丑恶现象,却已经暴露得淋漓尽致。以内幕交易为例,自证券市场建立时起,内幕交易就粉墨登场,并伴随着证券市场的成长历程,而不时兴风作浪。1994年,被一些学者视为“首例内幕交易案”的“襄樊上证营业部内幕交易案”露出水面^②。继后,“张家界旅游开发公司内幕交易案”、“北大方正副总裁王川内幕交易案”、“四川托普发展总裁戴礼辉内幕交易案”、“高法山内幕交易案”……接踵而至^③,大有愈演愈烈之势。面对这种形势,怎样认识内幕交易,法律如何对之进行准确而有效的规制,诸如此类的问题,由于理论准备的仓促与不足,而一时成了困扰我国经济界和法律界的重大难题。

不可否认,自证券市场产生以来,实务界孜孜以求,学术界锲而不舍,在内幕交易及其法律规制方面,我们已经取得了令人瞩目的巨大成就;但是,也不可否认,有关内幕交易及其法律规制的理论研究,还比较稚嫩。综观有关论著,就会发现有关理论研究有以下特点:一是介绍和引荐国外和我国香港、台湾地区规定的多;二是就内幕交易的基本知识和基本理论作一般介绍的多;三是专门讨论内幕交易法

① 中国证券监督管理委员会编:《证券市场规范与发展国际研讨班论文集》,上海三联书店2001年3月第1版,第18—19页。

② 贺绍奇:《内幕交易的法律透视》,人民法院出版社2000年4月版,第3页。

③ 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年12月第1版,第43—45页;另参见郑顺炎:《证券市场不当行为的法律实证》,中国政法大学出版社2000年4月第1版,第29—34页。

律问题的专著少^①。因此,目前对内幕交易的理论研究,其专门性、全面性和深入的程度,特别是应有的针对性,都有相当的欠缺。人们往往注重国外理论和判例的介绍,而不太注重对我国现行立法问题的全面分析和系统解决。

在反内幕交易立法方面,我国证监会早在1993年就制定了《禁止证券欺诈行为暂行办法》,该办法首次以规范性文件的形式规定了禁止内幕交易的制度。在1998年颁布的《证券法》中,我国又以正式立法的形式对内幕交易做出了基本规定。应当说,在相当短的历史时期内,我国证券立法,包括有关内幕交易的立法,取得了历史性的重大成就。但是,在证券市场还不充分发达、理论研究也还未完全到位的情况下,我国证券法对内幕交易的规定,必然显得粗糙、薄弱和片面,对一些重大问题要么还没有作出规定,要么有规定却没有规定到位。如,对内幕交易本身的认定、内幕人员的具体范围、内幕信息的界定标准、内幕交易防范措施、内幕交易的法律責任等规定,即有不清楚、不到位、有缺陷、有遗漏的地方。

中国证券市场的高速发展,需要有与之相匹配的法律制度供给;而法律制度的供给,需要有与之相匹配的理论支撑。更多有志者的加入以及更深层次的理论争鸣,将是推动证券法学理论步入辉煌的阶梯。因此,研究本课题对于我国证券立法理论、证券立法实践以及证券执法和司法都具有极为重要的意义。首先,通过对内幕交易的本质和运动规律做出正确的总结和归纳,为内幕交易的法律规制提供较为坚实的理论基础;其次,通过对内幕交易历史、现状、发展趋势以及我国内幕交易行为产生的具体的社会环境条件和运动特点等的探讨,为内幕交易的有效预防和控制提供决策参考;第三,通过对内

^① 在本书论题确定时,并未见有这方面的专著。可喜的是在本书的写作过程中,先后有学者出版了两本专著:一是贺绍奇的《“内幕交易”的法律透视》;一是杨亮的《内幕交易论》。虽可谓凤毛麟角,但越来越多的学者的加入,说明反内幕交易立法理论研究方兴未艾,也预示着反内幕交易立法理论的研究大有前景。

幕交易法律的规制现状进行剖析和总结,为全面、系统完善我国内幕交易规制法律制度,提出较为系统的思考方向以及较为具体的路径和措施。

笔者有幸选择了“内幕交易及其法律控制”这一主题。在对这一问题的研究中,笔者始终坚信,任何理论的价值,都不是从理论到理论,而总是从不同的角度或以不同的方式,试图对实践做出更合理的解释,并在此基础上力求对实践问题提出更合理和更有效的解决方案。笔者采用逻辑分析方法、经济分析方法、法学分析方法和实证分析方法,对内幕交易及其法律规制进行了较为深入的剖析和阐发。然而,对内幕交易本质的分析、对内幕交易构成要素的透视、对反内幕交易经济根据和法理根据的评判、对国外反内幕交易法的介绍以及对我国反内幕交易的立法与实践的考察等等,都不是目的,而是手段。本书的目的,在于阐明笔者反内幕交易的五个观点:内幕信息为中心的理论、内幕交易控制的法治观、内幕交易控制的系统观、内幕交易督察的效率观和内幕交易制裁的威慑观;并在此基础上,求证完善我国反内幕交易立法的四个建议:重构法律基本概念的逻辑体系、完善我国内幕交易的预防制度、加重内幕交易者的法律责任和确立受害者私人法律救济制度。

然而,大家辈出,学子如林,观点纷呈。笔者在本书的写作过程之中,一直学而无尽,也一直汗颜不止。目今既已成型,也不得不冒贻笑大方之险,披露如次;殊无他求,惟求教而已。

作者简介



胡光志，男，四川省都江堰市人，民商法硕士，经济法博士，西南政法大学副教授、经济法硕士生导师，重庆市民法、经济法和国际经济法学会理事，副秘书长。主要从事经济法的教学和科研工作。先后在《中国法学》、《现代法学》、《国际贸易》、《中国房地产》、《法学》、《西南政法大学学报》、《法学天地》、《云南法学》等刊物上发表论文30余篇；参与撰写了《中国产品质量法学》（国家“八五”社科基金、专著）、《面向二十一世纪的中国知识产权法》（国家教委课题、专著）、《经济法学》（全国法学主干课程教材）、《竞争法学》（国家95规划教材）、《财产登记制度研究》（国家青年基金、专著）等；主编了《中国市场监督管理法学》（法学本科教材）；担任了“中国人权利丛书”的总编委，并撰写了《公民的债权》一书。其中有的成果获得国家级二等奖、省级一等奖及重庆市、学校的优秀科研成果奖。

· 内容简介

· 本书自始至终沿着内幕交易是市场失灵的一种表现、是一种证券投机、是一种交易欺诈、是一种不公平竞争、是一种损害公共利益的行为、对内幕交易的规制需要国家权力的介入的思路，展开对内幕交易的理论认识和反内幕交易立法体系的构建。在广泛比较和深入研究的基础上，提出了以内幕信息为中心的理论，并以此构架内幕交易的法律控制体系。

《经济法博士精品文库》

编辑委员会

主编：李昌麒教授

编委：（按姓氏笔划为序）

李昌麒教授

（西南政法大学经济法博士授权点）

邵建东教授

（南京大学经济法博士授权点）

杨树明教授

（西南政法大学经济法博士授权点）

盛杰民教授

（北京大学经济法博士授权点）

种明钊教授

（西南政法大学经济法博士授权点）

徐孟洲教授

（中国人民大学经济法博士授权点）

赵学清教授

（西南政法大学经济法博士授权点）

符启林教授

（中国政法大学经济法博士授权点）

崔勤之教授

（中国社会科学院法学研究所经济法博士授权点）

目 录

导 言	(1)
第一章 内幕交易本质之探讨	(1)
一、证券市场的一个衍生物	(4)
(一)内幕交易与证券投资人	(4)
(二)内幕交易与股份公司	(7)
(三)内幕交易与证券信息	(12)
(四)内幕交易与证券市场	(18)
二、概念界定中的分歧与扬弃	(21)
(一)国外内幕交易定义要览	(22)
(二)我国内幕交易诸种定义述评	(33)
(三)以内幕信息为中心的定义方法	(41)
三、内幕交易的性质探微	(44)
(一)内幕交易是一种证券投机行为	(45)
(二)内幕交易是一种交易欺诈行为	(47)
(三)内幕交易是一种不公平竞争行为	(48)
(四)内幕交易是一种损害社会公共	