



华东政法大学65周年校庆文丛

内幕交易罪 应用法律对策与监管模式研究

王玉珏 / 著

东大出版社
IG UNIVERSITY PRESS

华东政法大学65周年校庆文丛

内幕交易罪 应用法律对策与监管模式研究

王玉珏 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

内幕交易罪应用法律对策与监管模式研究/王玉珏著. —北京: 北京大学出版社, 2017. 10

ISBN 978-7-301-28914-3

I. ①内… II. ①王… III. ①证券交易—金融法—研究—中国
IV. ①D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 255392 号

书 名 内幕交易罪应用法律对策与监管模式研究

NEIMU JIAOYIZUI YINGYONG FALÜ DUICE YU
JIANGUAN MOSHI YANJIU

著作责任者 王玉珏 著

责任编辑 朱梅全 徐 音

标准书号 ISBN 978-7-301-28914-3

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn> 新浪微博 @北京大学出版社

电子信箱 sdyy_2005@126.com

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 021-62071998

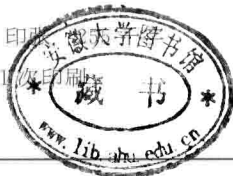
印刷者 三河市博文印刷有限公司

经销者 新华书店

730 毫米×1020 毫米 16 开本 17.75 印张

2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

定 价 54.00 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, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

华东政法大学
65周年校庆文丛编委会

主 任 曹文泽 叶 青

副主任 顾功耘 王 迁

委 员 (以姓氏笔画为序)

马长山	王立民	朱应平	刘 伟	孙万怀
杜志淳	杜 涛	杨忠孝	李秀清	李 峰
肖国兴	吴新叶	何益忠	何勤华	冷 静
沈福俊	张明军	张 栋	陈金钊	陈 刚
林燕萍	范玉吉	金可可	屈文生	贺小勇
徐家林	高 汉	高奇琦	高富平	唐 波

崛起、奋进与辉煌

——华东政法大学 65 周年校庆文丛总序

2017 年，是华东政法大学 65 华诞。65 年来，华政人秉持着“逆境中崛起，忧患中奋进，辉煌中卓越”的精神，菁莪造士，栢朴作人。学校始终坚持将学术研究与育人、育德相结合，为全面推进依法治国做出了巨大的贡献，为国家、为社会培养和输送了大量法治人才。一代代华政学子自强不息，青蓝相接，成为社会的中坚、事业的巨擘、国家的栋梁，为社会主义现代化和法治国家建设不断添砖加瓦。

65 年栢风沐雨，华政洗尽铅华，砥砺前行。1952 年，华政在原圣约翰大学、复旦大学、南京大学、东吴大学、厦门大学、沪江大学、安徽大学、上海学院、震旦大学 9 所院校的法律系、政治系和社会系的基础上组建而成。历经 65 年的沧桑变革与辛勤耕耘，华政现已发展成为一所以法学为主，兼有政治学、经济学、管理学、文学、工学等学科，办学特色鲜明的多科性大学，人才培养硕果累累，科研事业蒸蒸日上，课程教学、实践教学步步登高，国际交流与合作事业欣欣向荣，国家级项目、高质量论文等科研成果数量长居全国政法院校前列，被誉为法学教育的“东方明珠”。

登高望远，脚踏实地。站在新的起点上，学校进一步贯彻落实“以人为本，依法治校，质量为先，特色兴校”的办学理念，秉持“立德树人，德法兼修”的人才培养目标，努力形成“三全育人”的培养管理格局，培养更多应用型、复合型的高素质创新人才，为全力推进法治中国建设和高等教育改革做出新的贡献！

革故鼎新，继往开来。65 周年校庆既是华东政法大学发展史上的重要

里程碑,更是迈向新征程开创新辉煌的重要机遇。当前华政正抢抓国家“双一流”建设的战略机遇,深度聚焦学校“十三五”规划目标,紧紧围绕学校综合改革“四梁八柱”整体布局,坚持“开门办学、开放办学、创新办学”发展理念,深化“教学立校、学术兴校、人才强校”发展模式,构建“法科一流、多科融合”发展格局,深入实施“两基地(高端法律及法学相关学科人才培养基地、法学及相关学科的研究基地)、两中心(中外法律文献中心、中国法治战略研究中心)、一平台(‘互联网+法律’大数据平台)”发展战略,进一步夯实基础、深化特色、提升实力。同时,华政正着力推进“两院两部一市”共建项目,力争能到本世纪中叶,把学校建设成为一所“国际知名、国内领先,法科一流、多科融合,特色鲜明、创新发展,推动法治文明进步的高水平应用研究型大学和令人向往的高雅学府”。

薪火相传,生生不息。65周年校庆既是对辉煌历史的回望、检阅,也是对崭新篇章的伏笔、铺陈。在饱览华政园风姿绰约、恢弘大气景观的同时,我们始终不会忘却风雨兼程、踏实肯干的“帐篷精神”。近些年来,学校的国家社科基金法学类课题立项数持续名列全国第一,国家社科基金重大项目和教育部重大项目取得历史性突破,主要核心期刊发文量多年位居前茅。据中国法学创新网发布的最新法学各学科的十强排名,学校在法理学和国际法学两个领域排名居全国第一。当然我们深知,办学治校犹如逆水行舟,机遇与挑战并存,雄关漫道,吾辈唯有勠力同心。

为迎接65周年校庆,进一步提升华政的学术影响力、贡献力,学校研究决定启动65周年校庆文丛工作,在全校范围内遴选优秀学术成果,集结成书出版。文丛不仅囊括了近年来华政法学、政治学、经济学、管理学、文学等学科的优秀学术成果,也包含了华政知名学者的个人论文集。这样的安排,既是对华政65华诞的贺礼,也是向广大教职员工长期以来为学校发展做出极大贡献的致敬。

65芳华,荣耀秋菊,华茂春松,似惊鸿一瞥,更如流风回雪。衷心祝愿华政铸就更灿烂的辉煌,衷心希望华政人做出更杰出的贡献。

华东政法大学65周年校庆文丛编委会

2017年7月

前 言

经过 20 多年的发展,中国资本市场从规模和结构,到在金融系统中的地位和对实体经济的贡献,都有了质的飞跃。然而,相较于市场的迅猛发展,监管却显得较为薄弱,内幕交易行为屡禁不止。前中国证监会主席肖钢在《监管执法:资本市场健康发展的基石》一文中指出,目前资本市场的法规、规则超过 1200 件,问责条款达到 200 多个,但其中无论是刑事责任还是行政、经济责任,没有启用过的条款超过三分之二。这其中既有立法修法不及时、不具体的问题,也有执法体制不适应,地方保护主义依然存在等问题。

高效规制资本市场内幕交易行为,必须根据内幕交易的违法犯罪行为规律构建与完善制度性防控体系,这正是本书的研究价值之所在。首先,通过研究现行刑事司法实践中存在的问题,尤其是最新司法解释通过后新出现的问题,深入挖掘、剖析有关内幕信息、内幕交易行为、内幕人员等重点问题,能够为定性提供理论支持,丰富和完善对本罪的系统性研究,从而准确指导司法实践。其次,通过研究发现立法规定和司法解释中存在的问题,提出针对性的立法建议和司法举措,完善相关刑事立法和司法程序,强化对内幕交易行为的惩治和预防。最后,构建实时监控主动性执法与责任追究被动性执法并重的监督格局。立足于反内幕交易实体规范与程序的双重优化,形成针对内幕交易行刑高效衔接的监管模式。既能够促进我国证券期货市场的快速、健康、持续发展,也将对完善上市公司治理结构、加强证券期货市场监管和上市公司证券犯罪预防具有重要的参考价值。

一、内幕交易罪的研究现状

对内幕交易行为及其犯罪问题的研究是伴随着我国证券、期货市场的逐步发展、壮大而兴起的,并不断延伸、拓展。对此,金融界和法学界都给予了较多关注。金融领域主要对证券期货两大金融市场的经济行为及其界定给予专业评析,同时结合相关规定对一般的证券期货市场违规行为进行研究。而法学界尤其是刑法学界则聚焦于该类行为成立犯罪的刑法认定问题研究。研究现状大致可以归纳为以下几个方面:

一是经过1997年《刑法》、刑法修正案以及2012年3月“两高”出台的最新司法解释等调整,我国打击和惩治内幕交易行为已经有了较为完善的刑事法律规定,有关的研究也取得较为丰硕的成果。对内幕交易罪的研究经历了由“垦荒式”到“精耕式”的转变。但这种“精耕细作”的研究还不够完备,有继续深入探讨的必要。比如,对内幕信息的认定过于模糊,尚未准确区别于与内幕信息有关的或者对证券期货交易价格有重大影响的其他未公开信息,导致司法实践在面对类似问题时依然存在认定困境。再如,内幕交易罪的犯罪主体方面,对于法定知情人员的分析和研究较为充分,但对非法获取型人员尤其是间接获取的人员范围和具体认定则关注不够,研究不足;针对最新出台的司法解释,其他类型的可能交叉涉及内幕信息知情人员或内幕交易主体的边缘人员究竟如何认定其身份和相关交易行为的性质,需进一步研究予以明确。此外,认定“情节严重”“情节特别严重”仍存在较大争议,犯罪数额计算囿于刑法学的单一视角而未融通金融学、证券、期货等学科,尚无统一的、清晰的计算标准。“两高”的最新司法解释出台后,对客观方面认定也存在新的问题。如该解释第4条规定“依据已被他人披露的信息而交易的”不构成内幕交易罪,这里的已披露的信息是否包括由第一手信息直接受领人故意或者过失披露的信息,是否包括第二手及其后手所获知的尚未公开的信息,不无疑问,而这直接决定了相关信息受领人所获得信息是否仍属于内幕信息,进而是否入罪的问题。还有该解释提出的“内幕信息敏感期”规定看似明确,但在实践中到底如何认定,需要

把握的因素或标准也有待进一步细化和完善。上述这些“老问题”和司法解释出台后产生的“新问题”将为我们进一步研究、挖掘、创新乃至突破提供切入点。

二是现有研究重视对该罪犯罪主体和客观行为方面的研究,较少关注其客体和行为人主观方面认定的研究。犯罪构成的四要件齐备,才能最终认定行为人是否成立犯罪,忽视对客体 and 主观方面的研究,将导致本罪内部研究的不均衡,同时也影响对本罪惩治和预防的整体性和系统性思考与应对。只有对本罪作进一步深入研究,才会对修改立法和提出惩防举措有所裨益,明确本罪刑事与行政责任竞合研究的侧重点。对行为人主观方面的研究,可以对“不作为”方式是否入罪提供更合理的意见或理由。

三是比较法视野下的对比研究已经出现,但仍停留在翻译、介绍和诠释的层面;虽已借鉴金融市场治理完善的国家和地区经验提出立法建议和司法举措,但可行性、合理性与有效性在国内仍缺乏法律依据和实践根基;“两高”最新司法解释吸收了一些先进经验和做法,但仍存在一些缺陷需要完善,如间接获取内幕信息的人员入罪范围划定的具体标准不明确,法律责任的落实仍然缺乏依据等。

二、本书主要研究内容、重点内容及研究思路

(一) 主要内容

本书研究的主要内容包括:一是内幕交易罪立法背景系统梳理和基础问题整体性考察。结合我国证券期货犯罪的产生、发展历程以及入罪化背景,明晰内幕交易罪的立法背景和立法意图,并针对其概念和基本特征等基础问题展开详细分析。二是内幕交易罪犯罪构成要件的系统性分析,如内幕信息范围的具体化、内幕人员的认定、非法获取内幕信息进行交易行为定性 with 行为人身份定性、内幕交易行为的认定等问题给予充分的理论论证,并结合大量现实案例予以检验和完善。三是内幕交易罪司法应用问题研究,将其与其他罪名进行全面辨析,解决实务中适用法律的疑难问题。

四是内幕交易罪刑事与行政责任竞合研究,明晰行为人实施相应行为所应承担的责任性质和各自范围,并对特殊情况下的责任承担进行研究。五是比较法视域下对各主要国家或地区内幕交易罪立法与司法状况进行介绍和系统分析,借鉴其先进、成熟经验。六是针对我国内幕交易监管乏力的现状,力图打破专业限制,构建内幕交易行刑高效衔接的监管模式。包含建立健全“主动型”立法保障机制、“高效型”行政执法机制、“制约型”查审分离机制和“紧密型”政府部门协同机制等方面。要进一步细化违法行为认定标准,提高处罚标准,丰富执法措施和手段,增强操作性和匹配性,建立行政执法和解制度,研究投资者补偿制度。更多引入刑事司法力量参与监管执法,强化行刑衔接。

(二) 研究重点

本书研究重点有二:一是内幕交易罪司法适用疑难问题研究。结合司法实践,对内幕信息的具体范围和限定、内幕人员中的“非法获取型”和“间接获取型”人员定性、情节认定中的犯罪数额计算问题以及内幕交易行为的新形态,如短线交易行为、不作为形式、“交换型”等行为方式的定性等进行实证分析。二是高效行刑衔接监管模式的构建。近年来证监会每年立案调查110件左右,能够顺利作出行政处罚的平均不超过60件。每年平均移送涉刑案件30多件,最终不了了之的超过一半。由此来看,现有的执法模式程序较长、效率较低,还不适应威慑违法行为的需要,不能尽快回应市场和社会的关切。因此,应当在以往研究的基础上,抛却各部门法之间的界限,通过“行”和“刑”的有效衔接,严惩内幕交易行为,净化市场空气,最大限度保护投资者权益。

(三) 创新之处

本书研究的创新之处主要有:一是运用理论分析与实证研究相结合的双向互动研究方法。结合实践中的司法认定难题将其转化为刑法上的理论问题进行研究,并为立法提供修改和完善建议,进而指导司法实践。二是

研究视角的突破。对内幕交易行为的认定和惩防采用跨学科、全视域的视角,而非仅仅局限于刑法规制。三是对内幕交易行为产生的刑事与行政责任竞合开展系统性研究,从刑民交叉角度构建行刑衔接的模式,更为有效地解决内幕交易认定、处置、执行等诸环节的障碍。

(四) 研究思路

本书研究的基本思路是以我国法律规制证券期货市场上存在的内幕交易犯罪行为及其司法认定中的刑法疑难问题为主线,以内幕交易罪的犯罪构成成为切入点,以内幕信息、内幕人员、内幕交易行为三大要件的具体化研究及其司法认定为着力点和突破点,将当今我国内幕交易罪法律规定与司法实践结合起来,寻找实践中待解决的理论问题,发现立法中的漏洞和缺陷,按照“理论联系实践,实践促进理论,努力完善内幕交易罪惩防的刑事法律体系,并为刑事司法实践提供强有力理论基础”的基本思路,全面夯实我国内幕交易罪的理论研究根基,并进一步拓展研究视域的宽度、广度和深度,建立和完善我国立法规制和司法认定内幕交易罪的全法域、系统性、整体性思考和切实举措,以促进我国证券期货金融市场的持续、快速、健康发展。

目 录

第一章 内幕交易基础论	001
第一节 内幕交易行为的理论辨析	001
第二节 我国规制内幕交易的立法构架	006
第三节 内幕交易罪的构成要件	014
第四节 内幕交易罪疑难问题综述	028
第二章 比较法视域下各国或地区规制内幕交易罪的对比分析与域外经验借鉴	041
第一节 各国或地区规制内幕交易罪的立法与司法概况	041
第二节 比较法视域下的中外对比分析与域外经验借鉴	062
第三章 内幕信息的认定研究	075
第一节 内幕信息的概念与特征	075
第二节 内幕信息认定标准之“未公开性”研究	083
第三节 内幕信息认定标准之“重要性”研究	098
第四节 内幕信息认定相关问题研究	101
第四章 内幕交易行为认定	105
第一节 内幕交易行为的概念与表现形式	105
第二节 内幕交易基础行为样态分析	107
第三节 内幕交易行为边界研究	121
第五章 内幕交易行为主体研究	133
第一节 内幕交易主体理论梳理	134
第二节 我国内幕交易主体的法律规制及反思	154

第六章 内幕交易刑事、行政责任的竞合与衔接	175
第一节 内幕交易行政处罚的现状	175
第二节 内幕交易行刑衔接问题研究	193
第七章 内幕交易监管模式研究	210
第一节 主要证券市场的监管模式	210
第二节 我国证券市场内幕交易监管的基础考察	217
第三节 金融检察介入金融监管的考察	223
第四节 完善我国内幕交易罪刑法规制的立法建议与司法对策	233
参考文献	261

第一章 内幕交易基础论

内幕交易衍生于证券市场,是证券市场产生和发展过程中不可避免的现象。内幕交易行为人利用掌握内幕信息的优势地位进行证券的买入或卖出,以获取巨额利益,从而严重破坏了证券市场公平交易秩序,并对大众投资者、证券发行公司及其他相关企业,甚至国家和社会利益均造成了严重的损害。然而,内幕交易行为所造成的损害既没有像盗窃、抢夺等行为般直观,也没有如贪污、受贿等行为一样会受到强烈的道德谴责,它往往是堂而皇之地在证券市场上非法敛取财富。随着我国证券市场的逐步发展,内幕交易犯罪也呈上升趋势,如果不对其加以有效防治,必将严重破坏以“公开、公平、公正”为原则的信息保密制度,从而影响我国证券、期货市场的进一步发展。对此,我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》《股票发行与交易管理暂行条例》《证券法》等法规先后明确禁止内幕交易行为,并不断完善相关的法律规定。《刑法》中亦规定了内幕交易、泄露内幕信息罪的罪名。但是,就内幕交易的专业性和复杂性而言,这些规定相对简单,由此引发了司法实践和理论研究中的诸多争议。

第一节 内幕交易行为的理论辨析

一般认为,内幕交易是指内幕人员在掌握实质性非公开信息的情况下

从事买卖证券的行为。^①内幕交易对市场的影响,经济学界多有研究。尽管有观点认为适度的内幕交易可以促使市场更加活跃,但是主张内幕交易具有社会危害性、应当予以严厉制裁的观点一直在理论界占据主流地位,并指导着各国的相关立法。

一、支持内幕交易的观点

对内幕交易监管的反对,是20世纪60至70年代质疑公共利益学派的“修正主义”的一部分。代表人物有经济学家斯蒂格勒(George J. Stigler)和法学家曼尼(Henry Manne)。曼尼在《防止内幕交易》一文和《内幕交易和股票市场》一书中,提出对内幕交易规制的大胆质疑。他认为内幕交易没有任何错误,而且在某些方面具有积极作用。尤其他提出:在内幕交易中,谁是受益者,谁是受害者?内幕交易是一种道德失范,还是道德无涉的经济行为?内幕交易是一种市场内生行为,还是可以有效禁止?内幕交易对市场利大于弊,还是弊大于利?由此引发来自赞成者或反对者的多角度研究。他的论点主要从以下几方面展开:

第一,既然纯粹的利益驱动举措很少,那么需要给经营者建立一种回报激励机制。因此,在证券交易中不断实现利润最大化会使他们认为值得努力去经营企业。同时,建议将从事内幕交易的机会视作对公司创业者的一种回报。经理们有资格获得除了薪金之外的津贴,如豪华汽车或在宜人的地点参加会议。那么,通过内幕交易获取利润也可以作为另一份合法的工作津贴。

第二,内幕交易或有益于市场的整体发展。内幕交易行为能够确保股票价格的波动不像其他股票价格那么剧烈。内幕人的买入股票行为会被其他投资者观察到,那么该股票会吸引其他投资者跟风买入,这将逐渐推动价格上涨,直到这一内幕信息被公布为止。相反,如果没有内幕交易行为,那么消息一经公布,则价格会有突然、真实的变化,这将导致不必要的股价

^① See Bainbrige, S. M., Insider Trading: An Overview, In Bouckaert, B., Geest, G. D., Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham; Edward Elgar Publishing, 2000, p. 772.

波动,对股票市场是不利的。内幕交易引起的更加温和的股价上涨不会导致不公平交易产生。的确,内幕交易者会因内幕交易行为而获利,但很少有非内幕人因此而遭受损失:从内幕交易开始时到公布业绩这段时间所形成的差价对他们的交易没有什么影响。那么,投资者通过绝无个人过错的行为进行的交易,可能面临金融监管者的调查,甚至受到警察的讯问,难道这就公平吗?^①

上述观点反映在经济学上主要体现为代理理论和市场理论。代理理论主要在企业层面讨论内幕交易,内容包括内幕交易与管理者激励、内幕交易与企业价值创造、内幕交易与公司股权结构等。争论的焦点是内幕交易成立内部人获得一种对控制权的私有收益时,对外部股东利弊的影响以及程度。新近的研究集中在公司股权结构对内幕交易的影响方面,认为内幕交易可以激励大股东监督管理者的积极性。而相反的观点则认为,“壕沟现象”的存在,使得大股东也存在将自身利益置于外部股东利益之上的问题,乃至管理者形成共谋,分享内幕交易超额收益,从而损害公司价值。

市场理论则将内幕交易的影响扩展到市场层面,内容包括:内幕交易与信息传递、内幕交易与市场稳定性、内幕交易与市场流动性等。焦点问题在于内幕交易对于市场效率的影响,着眼于内幕交易与股价波动、买卖价差、股票成交量变化等方面的考察。曼尼认为,内幕交易可以作为一种信息传递机制,使得内幕信息快速反映到股价中,从而有利于信息效率的提高。称这种价格效应为“衍生知情交易机制”。一些研究进一步考虑专业投资者和内部人的相互作用对信息效率的影响,发现专业投资者通过对内部信息的挖掘,与内部人在信息使用方面形成一定程度的竞争,导致内幕信息更加及时完整传播,从而支持内幕交易在一定程度可以提升市场效率

^① 参见[英]理查德·亚历山大:《内幕交易与洗钱——欧盟的法律与实践》,范明志、孙芳龙等译,法律出版社2011年版,第2—7页。

的论点。^①

二、反对内幕交易的观点

美国证券交易委员会主席阿瑟·利维特(Arthur Levitt)在1998年的演讲中论述道:我们的法律要求经济运行在组织上更客观、更不受人情干扰、更具效率,诚实的商务也必须在公正精神的指引下进行。^② 与美国不同,在英国内幕交易还没有被视为犯罪的情况下,1974年英国法学会就开始抵制内幕交易:对于律师来讲,为个人利益、为客户利益、为了那些信任他的合伙人的利益,在执业过程中,利用职业便利或者与任何其他人交流获取内幕信息的行为都是不正当的。^③ 巴瑞·瑞德(Barry Rider)教授认为,任何市场的整体有效运营都要在整合其功能中保持投资者的信心。^④ 如果一个市场被视作不道德的市场,其对投资者将失去吸引力,投资者信心必须通过明晰的监管行为方可恢复。反对内幕交易的理论主要有以下几种:

第一,主张禁止内幕交易的理论为违反信托义务说。它起源于英格兰和威尔士的典型普通法理论。其重要原则是雇员或者代理方自身利益与委托人的利益,或者两个甚至更多不同客户的利益存在冲突的情况下,不得允许事态进一步升级。赫斯塞尔(Herschel)爵士提出:作为衡平法院中一个固定规则,一个人作为受托者,除非另外明确规定,一般都不得从委托事务中获取利益,也不得将自己置身于义务和利益冲突的境地。在他看来,该规则并不是基于道德原则创立的。应该考虑到一个人在信托位置上可能重利轻义左右摇摆,从人的本性来讲这是很危险的,可能会侵害保护对象

^① 参见马骥:《中国证券市场内幕交易监管实践研究和案例分析》,中国方正出版社2014年版,第37—40页。

^② See Arthur Levitt, A Question of Investor Integrity: Promoting Investor Confidence by Fighting Insider Trading, SEC conference, 27 Feb. 1998, cited in Small, R. G., Path Dependence and the Law: A Law and Economics Analysis of the Development of the Insider Trading Laws of the US, UK and Japan, PhD thesis, University of London, 2001.

^③ See Practice Notes, Council Statement, 1974, 71 Law Society Gazette 395, cited in Rider, B. A. K., The Fiduciary and the Frying Pan, 1978, 42 the Conveyancer 114, 122.

^④ See Rider, B. A. K., Abrams, C. and Ashe, T. M., Financial Services Regulation CCH Editions, 1997, p. 101.