

证券内幕交易罪研究

Research on the Crime of Insider
Trading in Securities

张小宁 著

武汉大学刑法博士文丛（17）



中国人民公安大学出版社

武汉大学刑法博士文丛 (17)

证券内幕交易罪研究

Research on the Crime of
Insider Trading in Securities

中国人民公安大学出版社

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

证券内幕交易罪研究/张小宁著. —北京: 中国人民公安大学出版社, 2011.1

(武汉大学刑法博士文丛)

ISBN 978 - 7 - 5653 - 0238 - 1

I. ①证… II. ①张… III. ①证券交易—金融法—研究
IV. ①D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 227545 号

证券内幕交易罪研究

Research on the Crime of Insider Trading in Securities

张小宁 著

出版发行: 中国人民公安大学出版社

地 址: 北京市西城区木樨地南里

邮政编码: 100038

经 销: 新华书店

印 刷: 北京泰锐印刷有限责任公司

版 次: 2011 年 1 月第 1 版

印 次: 2011 年 1 月第 1 次

印 张: 10.375

开 本: 880 毫米×1230 毫米 1/32

字 数: 302 千字

书 号: ISBN 978 - 7 - 5653 - 0238 - 1

定 价: 35.00 元

网 址: www.cppsups.com.cn www.porclub.com.cn

电子邮箱: zbs@cppsups.com zbs@cpssu.edu.cn

营销中心电话: (010) 83903254

读者服务部电话 (门市): (010) 83903257

警官读者俱乐部电话 (网购、邮购): (010) 83903253

教材分社电话: (010) 83903259

公安图书分社电话: (010) 83905672

法律图书分社电话: (010) 83905745

公安文艺分社电话: (010) 83903973

杂志分社电话: (010) 83903239

电子音像与数字出版分社电话: (010) 83905727

本社图书出现印装质量问题, 由本社负责退换

版权所有 侵权必究

武大刑法博士文丛

编 委 会

顾问：马克昌

主任：莫洪宪

委员：莫洪宪 林亚刚 康均心 许发民

刘艳红 皮 勇 陈家林

总 序

依法治国、建设社会主义法治国家已成为我国的基本治国方略，而刑事法治是社会主义法治的重要组成部分。因此，以刑事法治为研究内容的刑法科学也一直受到国家和社会的重视。改革开放以来，我国的刑法学研究取得了长足的进步，研究领域日益扩展，研究层次不断提高，呈现出空前繁荣兴旺的景象。这一大好局面的取得，离不开几代刑法学人的奋斗，其中也包括刑法学博士研究生们的努力。他们风华正茂、思想活跃、勤于探索、刻苦钻研，所撰写的博士论文一般说来选题合理、资料翔实、思路开阔、论证充分、精品迭出，为刑法理论的完善与发展作出了贡献。

武汉大学刑法学科从 1987 年开始招收博士生，在将近 20 年的时间里，为社会输送了一批又一批高质量的人才，同时也使博士点本身得以不断发展与壮大。武汉大学刑法学的博士生们关注刑法基础理论的研究，重视学位论文的撰写，他们的论文大多具有真知灼见，理论水平较高。一部分论文出版之后，在社会上得到好评。进入新的世纪，由于博士生招生规模的扩大，每年毕业的博士生数量大增，优秀博士论文的数量也相应增多，以往每年出版两本毕业论文的规模已经跟不上形势的发展变化。如果优秀的博士论文因各种原因不能付梓，研究成果无法与读者见面，既不利于理论成果的社会共享，也不利于年轻学者的脱颖而出。有鉴于此，我们与中国人民公安大学出版社洽商，设立“武大刑法博士文丛”，出版社慨然允诺，给予支持。这样每年出版一批优秀的刑法学博士论文，形成

证券内幕交易罪研究

规模效益，可以凝聚成一股学术力量，为刑法学界增添较有分量的学术成果。

“武大刑法博士文丛”由武汉大学法学院刑事法研究中心的教授组成编委会，负责编辑出版事宜，以每年答辩的刑法学博士论文为选择范围，审慎选择其中优秀的博士论文逐年编辑出版。“武大刑法博士文丛”的质量，取决于入选论文的水平。它的社会评价的高低，是检验武汉大学刑法学博士点教学研究水平的试金石。希望我们的博士研究生能够潜心治学、求真务实、重视创新、锐意进取，写出高质量的博士论文，使这套文丛不断有优秀著作问世。

最后需要提出的是，多年来中国人民公安大学出版社给予了武汉大学刑法学科大力支持，“武大刑法博士文丛”的顺利出版正是这种支持的又一具体体现。借此机会，我本人并代表编委会谨向中国人民公安大学出版社表示由衷的感谢！

马克昌

2006 年夏于珞珈山

目 录

引 言	(1)
第一章 证券内幕交易罪基础论	(10)
第一节 证券内幕交易罪的基础问题	(10)
一、证券概述	(12)
二、证券内幕交易罪的概念	(20)
三、证券内幕交易罪与期货内幕交易罪的区别	(30)
第二节 证券内幕交易罪立法概述	(32)
一、美国联邦证券诸法	(32)
二、欧盟（欧共同体）规制证券内幕交易的指令	(42)
三、日本《金融商品交易法》	(48)
四、中国法关于证券内幕交易罪的立法规定	(54)
第二章 证券内幕交易罪客体论	(59)
第一节 证券内幕交易罪的侵害法益	(59)
一、反对规制内幕交易行为的理论及其评价	(60)
二、赞成规制内幕交易行为的理论及其评价	(64)
第二节 我国刑法规定证券内幕交易罪的客体	(72)
一、理论论争	(72)
二、笔者观点	(75)
第三章 证券内幕交易罪主体论	(79)
第一节 证券内幕交易罪主体概述	(79)
一、外国证券内幕交易罪主体范围及其评价	(79)
二、我国刑法中的内幕人员规定及立法完善	(99)

证券内幕交易罪研究

第二节 内幕人员的认定——古典特殊关系理论在我国内幕交易罪中的适用	(110)
一、内幕人员概述	(110)
二、古典特殊关系理论及其评析	(111)
三、古典特殊关系理论在我国内幕交易罪中的适用 ...	(115)
第三节 信息披露理论、盗用理论在我国内幕交易罪中的适用	(118)
一、非法知情人员概述	(119)
二、信息披露理论在我国内幕交易罪中的适用	(120)
三、盗用理论在我国内幕交易罪中的适用	(124)
第四章 证券内幕交易罪行为论	(128)
第一节 证券内幕交易罪行为概述	(128)
一、外国刑法中规定的证券内幕交易行为	(128)
二、我国刑法中规定的证券内幕交易行为	(131)
第二节 判断证券内幕交易罪客观行为难点分析	(137)
一、建议行为是否构成犯罪	(137)
二、“利用行为”的需要与否	(141)
三、泄露内幕信息的行为分析	(145)
四、不作为能否构成本罪	(150)
第五章 证券内幕信息论	(154)
第一节 内幕信息概述	(154)
一、外国法律关于内幕信息的界定分析	(154)
二、我国法律有关内幕信息规定及缺陷	(158)
第二节 内幕信息的特征概述	(159)
一、关于内幕信息构成特征的学说	(159)
二、坚持四特征说的理由	(161)
第三节 内幕信息的重要性特征	(163)
一、美国证券诸法中的“实质性”要素	(163)
二、欧盟指令中的“价格敏感性”	(166)

三、日本《金融商品交易法》的“重要事实”	(168)
四、我国证券法中的“重大影响”	(171)
第四节 内幕信息的未公开性特征	(179)
一、形式公开标准	(179)
二、实质公开标准	(180)
三、对形式公开标准的坚持	(181)
第五节 内幕信息的相关性特征	(184)
一、相关性的范围	(184)
二、三种类型之比较	(186)
第六节 内幕信息的准确性特征	(188)
一、增加准确性特征的理由	(188)
二、我国法律中准确性特征的欠缺与完善	(189)
第六章 证券内幕交易罪主观要素论	(192)
第一节 主观要素概述	(192)
一、各国立法规定之比较	(192)
二、我国刑法规定本罪的罪过形式分析	(195)
三、主观要素内容	(199)
第二节 主观要素的难点解析	(200)
一、对“明知”的判断	(200)
二、对“意图利用内幕信息”的故意判断	(205)
三、推定模式在我国的运用	(209)
附录：美国法中的“信赖要件的满足”	(211)
第七章 证券内幕交易罪认定论	(216)
第一节 证券内幕交易罪与其他证券犯罪的区别	(216)
一、证券内幕交易罪与编造并传播证券交易虚假信息罪的区别	(217)
二、证券内幕交易罪与诱骗投资者买卖证券罪的区别	(218)
三、证券内幕交易罪与操纵证券市场罪的区别	(219)

证券内幕交易罪研究

四、证券内幕交易罪与短线交易行为的区别	(221)
第二节 证券内幕交易罪的犯罪形态的认定	(222)
一、证券内幕交易罪的停止形态论	(222)
二、证券内幕交易罪的共犯论	(224)
三、证券内幕交易罪的罪数形态论	(225)
第八章 证券内幕交易罪规制论	(229)
第一节 刑罚处罚	(229)
一、美国法关于内幕交易罪的刑罚设置及借鉴意义 ...	(229)
二、欧盟指令关于内幕交易行为的罚则及借鉴意义 ...	(234)
三、日本法关于内幕交易罪的罚则及借鉴意义	(237)
四、我国刑法关于内幕交易、泄露内幕信息罪的刑事 责任的规定及完善	(239)
第二节 与刑事处罚相匹配的其他制裁措施	(246)
一、整体式规制模式的构建	(246)
二、行政制裁与刑罚的合力	(247)
附录：证券内幕交易经典判例解析	(255)
一、美国判例	(255)
二、日本判例	(277)
三、中国案例	(288)
中外文参考文献	(296)
后记	(318)

引 言

现代化的社会变革依赖的媒介系统之一是货币流通，从国情出发，有必要特别强调与之相对应的操作杠杆是证券市场的建立与完善。^①早在1869年，便有西方商人在上海设立了“长利公司”负责股票交易，而在1882年时，国人建立证券市场的最初尝试——上海平准股票公司宣告成立。^②与之对应，相关的监管法律，如1904年的《公司律》、1914年的《证券交易所法》、1929年的《交易所法》及《交易所法施行细则》等也次第诞生。虽然欧洲早在17世纪便出现了现代型的证券交易市场并制定有监管法规，但对证券违法、犯罪的监管机制的完善却肇始于20世纪30年代的美国。因此，仅就监管法规的设立来看，中国并未落后于时代的步伐，只是由于时局的变幻，上述法律法规大多在昙花一现后便归于沉寂。直至1990年，上海再次建立起了证券交易所，翌年深圳证券交易所也得以建立，中国大陆的证券交易才真正开始启航。然而在设立之初，由于监管法律的缺失，内幕交易等违法犯罪甚嚣尘上，而由于种种原因，直到1997年刑法修订时才增加了内幕交易等罪名，翌年《证券交易法》千呼万唤始出来。尽管姗姗来迟，但如果能够建立起一套行之有效的规制证券犯罪的机制，中国证券

① 参见季卫东著：《法治秩序的建构》，中国政法大学出版社1999年版，第11页。

② 参见王志华著：《中国近代证券法》，北京大学出版社2005年版，第1页。

证券内幕交易罪研究

市场中欺诈滋生的现象是可以得到有效遏制的，可惜的是，迄今为止很难看到上述规制机能的有效运作。欺诈的横行破坏了投资者的投资信心，使其更具“赚一把就抛”的投机心理，而这种心理在刺激投资者抛弃职业尊严与伦理自觉并越来越倾向于内幕交易等非法操作的同时，也使市场吸引社会闲散资金的能力进一步弱化，因此，交易繁盛的表象下是非法交易与投机交易的盛行，故而，货币流通的媒介系统也不能顺畅地运作。

出现上述问题的原因可归结为诸多方面，仅就立法设置的角度来看，中国证券法在学习美国证券法的监管方法时可谓取其形而弃其质。众所周知，美国联邦证券诸法出台的契机是1929年10月24日纽约股市狂跌引发的30年代大萧条，虽然在此之前美国已有《邮政欺诈法》可用来规制内幕交易，但该法明显地欠缺惩治力度，业界与民众普遍呼吁尽快地制定一部专用于监管证券市场的法律，因此，罗斯福在其竞选纲领中便将制定证券法作为核心任务之一，在竞选胜出后，罗斯福随即委托联邦贸易委员会（Federal Trade Commission）的原委员哈斯顿·汤普逊（Huston Thompson）起草《证券法》草案，但不知出于何种原因，汤氏的草案与罗斯福总统的预想相去甚远，虽然汤氏草案中的“价值规制”（merit regulation）思想在日后颇受瞩目，但罗斯福总统的预想却是试图通过完善披露制度以规制交易。因此，1933年4月，一个新的起草小组成立并开始新草案的筹建工作，该小组负责人为菲利克斯·弗兰克福特（Felix Frankfurter），成员包括哈佛大学法学院教授詹姆斯·M·兰迪斯（James M. Landis）、原为证券律师的政府官员托马斯·G·柯科伦（Thomas G. Corcoran）、以及律师本杰明·V·科恩（Benjamin V. Cohen）。该小组借鉴汤普逊草案与英国《1929年公司法》，制定了新的证券法草案并由国会通过实施，这便是《1933年证券法》，翌年《1934年证券交易法》通过，这两部法律成为美

国联邦证券诸法(Federal Securities Laws)^①的核心法,并被沿用至今。^②同时,证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,下文中简称为SEC)^③也应运而生,或许正是痛感于监管不力、欺诈横行引发的经济灾难,因而美国证券法及证券交易委员会出现之初,便将打击证券欺诈、加强监管作为工作的重心,而惩治内幕交易则更是重中之重,因此,证券交易委员会成立的第一年,首任主席约瑟夫·肯尼迪便关闭了12家小型的股票交易所并调查了2300多个证券欺诈案件,^④市场秩序随之焕然一新。并且,随着对内幕交易危害性认识的逐渐加深,联邦证券诸法数次提高刑罚幅度并逐渐完善查处机制以侧周全,在此后的数十年中,虽然内幕交易案仍不断涌现,但破坏投资者的投资信心,引发市场危机的案件却从未出现,可以说内幕交易的从严惩治对于美国证券市场的良性运作,美国成为世界头号经济强国可谓功不可没。

① 核心法为上述《1933年证券法》(Securities Act of 1933)与《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934),其他还包括:《1935年公益事业持股公司法》(Public Utility Holding Company Act of 1935)、《1939年信托证书法》(Trust Indenture Act of 1939)、《1940年投资公司法》(Investment Company Act of 1940)、《1940年投资顾问法》(Investment Advisers Act of 1940)、《1984年内部人员交易制裁法》(Insider Trading Sanction Act of 1984)以及《1988年内部人员交易与证券欺诈执行法》(Insider Trading & Securities Fraud Enforcement Act of 1988)。迄今为止堪称最重要的修订当属《2002年公开企业会计改革·投资者保护法》(Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act)(通常以制定时发挥主导作用的两位议员的名字而被简称为《2002年萨班斯—奥克斯利法》(“Sarbanes—Oxley Act of 2002”))的制定,该法对《1933年证券法》与《1934年证券交易法》作了大幅度修改,主旨在于从内外部加强对公司的监督力度,内容涉及会计制度的改革、监查委员会职能的强化、CEO责任的加重、法执行的强化等。

② 参见[美]莱瑞·D·索德奎斯特著,胡轩之、张云辉译:《美国证券法解读》,法律出版社2004年版,第2、3页。

③ 根据《1934年证券交易法》第4条设立,拥有广泛的立法、审判与调查执行权:行政执法权、对法律的实施及其自治组织的监督权、制定政策权、法庭调查权、判决执行权。全名为“Securities and Exchange Commission”,通常简称为“SEC”,成为后来各国证监会的鼻祖。

④ 郎咸平著:《郎咸平说:热点的背后》,东方出版社2008年版,第61页。

与美国法相比较，中国证券犯罪监管法律法规的设置可谓水到渠成，其背景中缺少一种“大破而后大立”的痛感，业界与民众普遍对内幕交易等犯罪认识不深，也因而抱有一种宽容的态度，由此出现的问题是：证监会自成立以来便将工作中心倾向于打压泡沫而非监管市场，正因此，与美国证券交易委员会设立之初便将内幕交易作为证券欺诈犯罪中的头牌，并以严刑峻法实施惩治相比，中国不仅迄今未见关于内幕交易的刑事判决，而且行政制裁的力度也颇为柔和。作为对照，东邻日本在 20 世纪 80 年代末时曾因欠缺惩治内幕交易的机制而被欧美证券界讥讽为“内部人员天堂”，^①此后经修订法律而设置了关于内幕交易的罚则，并成立了证券交易等监视委员会以实施规制，但在近 20 年的时间内，进入刑事程序的案件尚未超过 50 起，每年查处的违法案件平均数不超过 250 件，因此，“内部人员天堂”的帽子也一直未能除去。以此对照中国，岂不应被称为“天堂中的天堂”？

变革的契机或许已经出现：2007 年，上证指数最高达到 6124.04，大盘形势一片利好，“突破一万点不是梦”的预言声此起彼伏，广大股民的情绪被迅速灼烧至沸点，然而，之后的形势却如过山车般急转直下，2008 年的最低点为 1986.64，盘中曾跌至 1974 点，至今仍只能在 3000 点左右徘徊，狂热的投资者们犹如建造通天塔的工人，突然失语，跌落回喧嚣灰暗的地面。但就在这种哀鸿遍野的投资环境中，仍然有“最牛散户”、“最牛教授”等短期内狂敛数千万的“投资高手”出现，实在令人叹为观止。在经历这种破坏力仅次于大萧条的次贷危机之时，内幕交易等证券犯罪的逆势而动自会引发业界对规制强化的渴望，于是，关于内幕交易的司法解释进一步细化、关于打击“老鼠仓”行为的立法修订也获得通过。如果能以此次市场萧条为契机完善对内幕交易罪的规制

^① 最早指出该问题的是 1989 年 2 月 25 日的朝日新闻朝刊，随后日本经济新闻社编著了《内部人员天堂》（インサイダー天国）的报告书进行了全面分析。

机制的话，也可算是经济衰退给证券交易带来的一点有益经验，而中国证券市场的成熟也可“俟河清而有日”了。

在完善惩治内幕交易的立法过程中可能还会经历一场剧痛，因为如果想要根本性地扭转内幕交易横行的局面，需要引进美国证券法中的“有罪推定”^①、刑峻法模式，而这些是严与中国法目前关于内幕交易罪的惩治规则格格不入的。所谓“有罪推定”并非是指回归到我国1979年刑法中曾贯彻的定罪理念，而是指减轻控方举证责任以便于更有效地查处内幕交易的举证机制，具体是指：证监会仅需根据行为人的身份、交易事实等最易举证的证据推定行为人的内幕交易或泄露内幕信息罪成立，而后由行为人证明本人并未接触到内幕信息，并未利用信息实施交易，虽实施了交易但存在抗辩事由，或者并未泄露信息等难以例证的事项，如果无法证明，则内幕交易罪成立。这种“有罪推定”模式还可用来推定行为人的主观要件中的“明知”、“利用内幕信息的故意”、行为人的欺诈行为与受害人的损失之间的“因果关系”等要素，虽看似违反现代法治原则，但却符合证券交易实际，取得了良好的惩治内幕交易的效果。日本法便因未能贯彻该原则而在查处内幕交易案件时步履维

^① 此处的“有罪推定”并非刑法史上曾经存在过的、违反现代法治精神的定罪原则，而是指减轻控方举证责任的变通机制，类似于民法中的“过错推定原则”，因此，本文在使用该术语时一律加注了引号以昭示其不同于真正的有罪推定原则。该用语来自于郎咸平教授的创意，详见郎咸平著：《郎咸平说：热点的背后》，东方出版社2008年版，第63页。论文答辩时，中南财经政法大学的夏勇老师特别指出了该问题，在此向夏老师谨表谢意。此外，后文中出现的“过错推定原则”是指以客观事实推定主要要素成立的举证模式，因思考方式类似于侵权法中的过错推定原则，故而援用了该词语，为标示两者的不同，文中在前者的意义上使用该词语时一律加注了引号。

证券内幕交易罪研究

艰，如迄今为止唯一的一起内幕交易损害赔偿案件^①中，原告便应无法证明自己的损失源于被告的内幕交易，即损失与欺诈行为间的因果关系而遭败诉。与之相同，中国众多学者仍在反复地强调“利用内幕信息”对于构成本罪的必要性，这种利用行为的举证必然与行为人的主观因素中的“明知该信息是内幕信息”以及“利用内幕信息获利的故意”等要素相连，而如果要求控方负责证明上述主观要件的话，则绝大多数的内幕交易者将会逍遥法外，这便是目前中国证监会对内幕交易查处不力的首要原因。此外，美国对于内幕交易罪设置了严厉的刑罚，自由刑的最高刑期为20年，对自然人的罚金最高额为500万，如此严厉的刑罚使众多蠢蠢欲动者不敢造次，而在实际查处中，主要采用吐出违法所得，行政罚款，市场禁入等行政措施以儆效尤，尤其是吐出违法所得附加行政处罚款的“退一赔一”式惩治措施使内幕交易者一旦被查处便面临倾家荡产的可能，因此，极大地限制了其从事内幕交易的野心，而终身市场禁入的效果也远强于中国的短期市场禁入制度。惩治措施的联合作战与单兵演练也是美中证券市场秩序存在重大差异的原因之一。

在美国的《1933年证券法》、《1934年证券交易法》中并未出现“内部人员”、“内幕交易”、“内幕信息”的术语，而是将内幕交易、操纵证券交易价格等犯罪行为统称为“证券欺诈”，具体问题则依赖于判例进行解释。美国法在内幕交易问题上涌现出了诸多经典判例，在以普通法中的“诚信或信赖”义务为基础的前提下，

① Japanline (ジャパンライン) 事件。案情概要：原告于1988年12月19日在东京证券交易所购买了Japanline公司的49万4千股股票，价值3亿零298万余日元，当天该公司的第三大股东，即后来的被告抛售了121万股该股票，原告于22日取得了记载有前持有者为被告的股票，但23日Japanline公司公布了与日本汽船股份公司的合并及大规模减资计划，该股价持续下跌，原告因此遭受了约2亿1400万日元的损失，故而提起诉讼请求被告承担损害赔偿責任。但法院以原告无法证明自己的损失是源于被告的出售行为为由判决原告败诉。

就内幕信息的界定、内部人员的判断等问题进行了阐述，其中的众多分析历经数十年被引用数千次后仍然具有极大的可适性，稍加调整也可用于中国的内幕交易罪问题。例如，与美国法相比，在内部人员的范围方面，中国法上存在明显的短板，如缺少如下几类主体：由于所任公司职务而可以获取公司有关内幕信息的职员；由于与发行人存在业务关系或者与发行人已签订契约或在进行缔约交涉而可能接触或获知内幕信息的人员；因依法对发行人行使职权而可能接触或获知内幕信息的人员；上述人员的配偶、直系血亲等。尤其是内幕人员的配偶与直系血亲问题，由于目前法律并未对其交易行为实施限制，导致了目前证券市场中“炒手”现象的大量存在，2007年的“万科门”事件便折射出了这一漏洞。而外国法中早已明确地规定该类主体属于内部人员，其交易本公司股票的行为构成内幕交易。

欧盟为统一证券市场的需要而先后出台了1989年《反内幕交易指令》与2003年《反市场滥用指令》，作为成文法地区，欧盟在两指令中都明文规定了内幕信息、内部人员等要件的概念，并在首重市场统一与稳定性的市场基础理论的指导下，对各成员国在关于内幕交易的立法、证监会的职能、规制措施的完善等方面提出了指导性意见。在统一证券市场的建立时间与发展程度方面，在重视市场秩序的稳定性方面，欧盟与中国拥有更多的共同语言，而欧洲范围内统一市场的建立经验对于旨在推动海峡两岸三地的证券市场一体化的中国来说，更有值得借鉴之处。欧盟法关于内幕信息的界定标准、关于内部人员的分类方法及认定办法，以行政制裁为主，以刑罚处罚为辅的规制模式等都对中国法惩治内幕交易罪的问题具有相当的参考价值。

日本《证券交易法》于2006年进行了大规模修订，并更名为《金融商品交易法》，指导思想在于“规制缓和”理念，即放松政府控制，利用市场经济的自主调节能力刺激证券市场自律功能的充分发挥。而如欲贯彻该理念，则首先必须加强对内幕交易等不法行