

内幕交易犯罪司法实务演进研究*

陈 晨**

摘要:内幕交易案件中内幕信息敏感期应根据内幕信息和知情人的具体类型,适用司法解释不同条款予以认定。内幕交易行为应含“利用”内幕信息要件,从时间吻合、交易背离和利益关联程度多角度综合判断交易异常性,采用法律推定规则予以认定。未参与交易获利的内幕信息传递人员、多层传递中初始信息传递人员以及利空型内幕交易人员均有相应的违法所得计算规则。行政认定意见经审查可作为刑事定案根据,但司法机关亦可作出独立判断。

关键词:内幕信息敏感期 利用要件 违法所得 行政认定意见

内幕交易是指行为人使用未公开的、具有重要性的信息在证券、期货交易中获利的行为,^[1]其实

* 本文受到2014年国家社科基金重大项目“涉信息网络违法犯罪行为法律规制研究”(项目编号:14ZDB147)的资助。

** 上海财经大学法学院博士研究生,上海市人民检察院金融检察处检察官。

[1] Kyle Kreider, *Insider Trading: Revisiting Manne's Lack of Harmed Party and Entrepreneurial Compensation Rationales*, Grove City College Journal of Law and Public Policy, Vol. 6, 2015, p. 58.

质是利用不公平的信息优势谋取不正当利益。虽然对内幕交易的行为本质、危险性和监管必要性尚存争议,但大多数国家都已对内幕交易行为为明令禁止并严格监管。^[2]以美国为例,近十几年来对金融欺诈行为的打击诉求,是推动2002年《萨班斯—奥克斯利法案》、2010年《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》等法案通过的重要原因,并导致了内幕交易犯罪起诉数量明显上升,^[3]而法律规定对内幕交易犯罪的处罚严厉程度类似于一级谋杀。^[4]2011年,美国地方法院以内幕交易罪,对盖伦公司(Galloen Management, L. P.)的合伙人(Raj Rajaratnam)课以11年刑罚,使其成为美国历史上因内幕交易获罪时间最长的人。这再次引发了社会公众和学界对内幕交易犯罪的关注。^[5]

近年来,对内幕交易“零容忍”,加大打击内幕交易力度,成为我国证券市场监管和刑事司法的共识。法律的生命力在于实施,权威也在于实施,实务部门对内幕交易行为的认定和处罚,彰显了立法精神和监管理念,对维护资本市场诚信、保护投资者利益意义重大。然而司法实务部门对于内幕交易犯罪的认识理解并非一成不变,而是根据证券市场的创新发展和犯罪手段模式的翻新变化不断地自我修正和完善。本文立足司法实践,撷取几个重要问题,辅以相关司法判例,对近年来内幕交易犯罪司法实务的演进发展进行初步梳理和阐释。

[2] Alexandre Padilla, *How Do We Think About Insider Trading: An Economist's Perspective on the Insider Trading Debate and Its Impact*, *Journal of Law, Economics & Policy*, Vol. 4, 2008, p. 240.

[3] Mirela v. Hristova, *The Case for Insider - Trading Criminalization and Sentencing Reform*, *Journal of Business Law*, Vol. 13, 2012, pp. 267 - 280.

[4] Jesse M. Fried, *Insider Trading via the Corporation*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 162, 2014, p. 801.

[5] 上述内幕交易案虽然对被告人 Raj Rajaratnam 课以 11 年的刑罚,但是考虑到证监调查部门 19~24 年的指控相比,法院判决可谓手下留情了。See John P. Anderson, Greed, Envy, and the Criminalization of Insider Trading, *Utah Law Review*, Vol. 2014, 2014, pp. 2 - 3.

一、内幕信息敏感期的认定

(一) 内幕信息敏感期的文本规则

内幕信息敏感期是指内幕信息自形成至公开的期间,根据相关法律法规,内幕信息知情人员或非法获取内幕信息人员只有在敏感期内从事证券交易活动才可能构成内幕交易犯罪。由于内幕信息形成和公开时间的认定将会直接影响内幕交易犯罪的定罪量刑,因此往往成为案件控辩双方争论的焦点。

2012年最高人民法院、最高人民检察院联合颁布的《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(法释〔2012〕6号,以下简称《内幕交易司法解释》)对内幕信息敏感期的认定规则予以明确。其一,内幕信息的公开时间采用“形式公开论”的认定方法,^{〔6〕}司法实践中一般只需要审查内幕信息在中国证券监督管理委员会指定的媒体披露内容和时间,并结合中国证监会出具的认定意见作出判断即可。其二,关于内幕信息的形成时间,《内幕交易司法解释》第5条第2款、第3款进行了规定,不仅包括《证券法》、《期货交易管理条例》等法律法规所规定的“重大事件”、“计划”、“方案”等形成时间,并创设性地提出“影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员,其动议、筹划、决策或者执行初始时间,应当认定为内幕信息的形成之时”。

(二) 司法实践对认定规则的区分适用

如前所述,内幕信息形成时间在司法解释已有明确认定规则,对此,理论界尚有质疑。有学者认为,实践中第2款可能被虚置,且单纯地规定动议、筹划、决策或执行初始时间构成内幕信息形成时间,并未

〔6〕 内幕信息的公开理论上“形式公开论”和“实质公开论”的争论。所谓形式公开论,即内幕信息的公开,是指内幕信息在国务院证券、期货监督管理机构指定的报刊、网站等媒体披露。

解决相关信息是否具有重大性这一实质问题。^{〔7〕}

笔者认为该批评意见有失偏颇,《内幕交易司法解释》第5条第2款和第3款规定不存在重叠的现象,因为上述两款规定不仅是针对不同类型的内幕信息,而且也是针对不同类型的内幕信息知情人。第3款之所以将针对“影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员”的内幕信息形成时间提前,是基于此类人员对动议、筹划、决策或执行的实质影响力和对市场确信度,而他们往往在“重大事件”、“计划”、“方案”、“政策”和“决定”形成时间之前就从事相关证券、期货交易,所以其动议、筹划、决策或者执行的初始时间,应当被认定为内幕信息的形成之时。^{〔8〕}下面以案例予以分析。

案例一是陈某某、刘某内幕交易、泄露内幕信息案。^{〔9〕}2013年8月起,T上市公司与C公司开始商谈租赁厂房、设备并以租金抵偿应收账款的意向等。同年11月1日,T公司与C公司正式签订合作协议。2013年11月4日,T公司申请停牌,公告上述合作事项及2013年业绩预测情况等,并于5日复牌。被告人陈某某为该内幕信息法定知情人,在敏感期内多次将内幕信息泄露给被告人刘某。刘某非法获取上述内幕信息后,利用其实际控制的“谭某成”、“谭某华”等人证券账户,于2013年9月11日至11月1日间,共买入T公司股票319万余股,并于内幕信息公告前后抛售该股票从中获利,交易金额人民币2336万余元,非法获利人民币139万余元。

在本案中,2013年7~8月,租赁抵债动议提出的主体是T公司和C公司的董事长,董事长属于公司决策的核心人物,且双方董事长关系较为密切,双方董事长共同商量的事项具有很大的实现可能性。此外,还有相关证据证明T公司董事长在8月时就已经考虑利用C公司的生

〔7〕 吴舟:《论“两高”最新内幕交易、泄露内幕信息司法解释的缺陷及完善》,载《常州工学院学报》(社科版)2012年第5期;谢杰:《内幕信息形成时间司法认定问题研究——以法释(2012)6号司法解释第5条为中心的刑法解析》,载《中国刑事法杂志》2013年第5期。

〔8〕 闻志强:《“内幕信息”的认定标准和司法适用分析》,载《西南交通大学学报》(社会科学版)2015年第1期。

〔9〕 上海市高级人民法院刑事裁定书(2015)沪高刑终字第140号。

产线扩大其关联公司 H 公司的产能,并让 H 公司的执行董事陪同其考察;同时 C 公司也在积极寻求合作伙伴。综合上述因素判断,以租抵债方案在 2013 年 8 月一经提出就有很大的实现可能性了。本案中,陈某某是 T 公司的总经理,负责公司的整体运营,对于上述动议的提出及背景情况完全了解,可以判断两家董事长在动议提出时此内幕信息基本已确定了。因此,本案中内幕信息的形成时间应是影响内幕信息形成的动议之时。

二、内幕交易行为认定

(一)关于“利用”要件的认定

内幕交易行为构成要件中是否包含“利用内幕信息”,是我国证券犯罪理论界长期关注的问题。^[10]“利用”要件表面上是客观的行为要素,实际上是交易者的主观状态,因为需要判断交易者何以进行决策,而对行为人主观状态的证明一直是困扰理论和实务界的难题。

英美国家对内幕交易行为的“利用”要件分歧尚存,形成了四种标准,即知悉标准、利用标准、折中利用标准、折中知悉标准。^[11]反观我国,学术界亦有不同声音。鉴于在司法实践中对行为人“利用”内幕信息进行交易的认定困难,有学者提出,内幕交易、泄露内幕信息犯罪只规定了证券、期货交易行为必须发生在内幕信息公开之前,并未将利用内幕信息作为构成要件,^[12]但必须从时间吻合程度、交易背离程度和利益关联程度等方面予以证明该内幕交易与内幕信息有关。^[13]

对此,笔者持不同意见,认为司法实践中认定内幕交易行为须包含“利用”内幕信息的要件,理由如下:

[10] 卢勤忠:《基金犯罪研究》,北京大学出版社 2010 年版,第 262~265 页。

[11] 马其家:《我国证券内幕交易认定标准的构建》,载《吉林大学社会科学学报》2010 年第 9 期。

[12] 刘宪权:《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》,载《法学家》2012 年第 5 期。

[13] 肖中华、马渊杰:《内幕交易、泄露内幕信息罪认定的若干问题——以“两高”司法解释和证监会规章的比较为视角》,载《贵州大学学报》(社会科学版)2013 年第 1 期。

其一,对法律文本的体系性解释可得出“利用”要件。应当承认,有关内幕交易行为“利用”要件的争论,与我国相关法律法规存在矛盾有一定关系。目前法律文本大致呈现两种情况,《证券法》第73条、国务院《股票发行与交易管理暂行条例》、《期货交易管理条例》等法律法规条文认定内幕交易须有“利用”要件,而根据《证券法》第76条、第202条和《刑法》第180条、2007年中国证券监督管理委员会《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》等法律法规,内幕信息的知情人在内幕信息尚未公开前,从事了法律所禁止的证券交易活动即构成内幕交易,情节严重的,构成内幕交易罪,而无论其是否“利用”了内幕信息。(详见表1)

表1 内幕交易行为相关法律法规条文(部分)

法律法规条文	效力等级	立法模式
《证券法》第73条	法律	知悉 + 利用 = 内幕交易
《股票发行与交易管理暂行条例》第72条	行政法规	
《期货交易管理条例》第69条	行政法规	
《证券法》第76条	法律	知悉 + 交易 = 内幕交易
《证券法》第202条	法律	
《刑法》第180条	法律	
《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第12条	部门规范性文件	

针对现有法律文本所呈现的分歧状态,笔者认为应进行体系性法律解释。以《证券法》为例,即使证券法第76条和第202条关于内幕交易行政责任的规定未规定“利用”要件,也不能武断地认为其采用的是客观标准——既不要求当事人有主观上的故意或者过失、动机或者目的,也未要求当事人的买卖行为是“利用”内幕信息。因为体系解释是法律解释的基本规则,《证券法》第202条所规定的内幕交易行政责任须结合《证券法》第73条至76条有关禁止内幕交易的行为规范,不能将其割裂理解。^[14]

[14] 彭冰:《内幕交易行政处罚案例初步研究》,载《证券法苑》2013年总第3卷。

其二,从法理逻辑上考察,“知悉+交易=内幕交易”的要件组成虽然运用简单方便,大大减轻了司法机关的证明工作负担,但其法理基础十分脆弱。从本质上说,内幕交易犯罪本质并非交易本身,而是源于利用具有操纵性的或欺骗性的方法进行与之相关联的证券、期货交易。^[15]法律之所以要禁止内幕交易行为,就是要防止内幕信息的知情人员以及非法获取内幕信息的人员在该信息公开之前利用其持有的信息优势进行交易,以非法获得交易或者避免损失,造成对市场公平和投资者信心的负面影响。如果行为人没有利用信息优势进行交易,则法律失去了对其规制的法理基础。^[16]

其三,缺少“利用”要件的内幕交易行为认定会导致司法实践中过宽的打击范围,影响整个市场的稳定和公平。相较之下,“知悉+利用=内幕交易”在逻辑上完整,司法实践中也反复证明了“利用”该要件的存在价值。内幕信息知情人“利用内幕信息”应当成为内幕交易的法定构成要件,不能因“利用要件”的证明难题就将其简单地一弃了之。^[17]

(二)《内幕交易司法解释》的法律推定规则

回到2012年《内幕交易司法解释》,其隐含了“知悉+(敏感期的异常)交易→(推定)利用”这一“利用要件”的推定式认知,并未排除“利用内幕信息”这一构成要件。^[18]具体而言,司法解释明确了“利用”内幕信息进行证券交易行为的证明规则,即下文所要集中讨论的“异常交易行为”的判断,也明确规定了对于内幕交易行为的法定豁免,即“知悉+交易=内幕交易”推定例外的设定。法定豁免条款充分显示了认定内幕交易行为中“利用”要件的必要性,特别是兜底项赋予行为人以具有其他正当理由或者正当信息来源来证明自己未“利用”内幕信息进行交易的可能。申言之,法定豁免规定的存在否定了只要发生交易就可认定内幕

[15] Alexandra A. E. Shapiro, *Measuring “Gain” under the Insider Trading Sentencing Guideline Based on Culpability for the Deception*, Federal Sentencing Reporter, Vol. 20, 2008, p. 197.

[16] 董丽静、龚卫:《证券内幕交易、泄露内幕信息罪的司法认定》,载赵秉志主编:《新千年刑法热点问题研究与适用》,中国检察出版社2001年版。

[17] 曾洋:《证券内幕交易的“利用要件”》,载《环球法律评论》2013年第6期。

[18] 同上注。

交易的裁判思路,司法认定中须证明“利用”内幕信息要件的成立。

由于“利用”内幕信息是对行为人主观认知的判断,实践中须运用推定以弥补证明的不足。^[19]所谓推定,是对法律领域处理认知局限的特殊方法。2012年《内幕交易司法解释》中内幕交易行为的证明属于法律推定。^[20]对比事实推定,法律推定是法定的,^[21]是立法者通过实体法规范和程序法规范实现的,是法定的对案件事实(证明对象)预设假定机制,属于证明规则(即证明的法律规则)范畴。^[22]《内幕交易司法解释》有关内幕交易行为“法定豁免”的条文体现了法律推定的证明效果,即法律推定免除了推定有利方当事人对于推定事实的证明责任(包含结果责任),同时产生了推定不利方当事人否定推定事实真实性的证明责任,即在法律推定转移了证明责任,涉嫌内幕交易的当事人有责任举证自己有豁免“内幕交易”的情形和理据。

(三)司法实践中法律推定运用标准

《内幕交易司法解释》对内幕交易行为采取了“知悉+(敏感期的异常)交易→(推定)利用”的法律推定认定规则,因此对内幕交易敏感期内的异常交易就成为证明内幕交易行为的重要要素。根据《刑法》第180条及《内幕交易司法解释》相关规定,^[23]实践中“明显异常交易行为”多因具备以下特征而予以认定:

一是时间吻合程度。根据《内幕交易司法解释》第3条第1~4项,

-
- [19] 邓子滨:《刑事法中的推定》,中国人民公安大学出版社2003年版,第40页;劳东燕:《认真对待刑事推定》,载《法学研究》2007年第2期。
- [20] 推定根据性质推定可以分成法律上的推定(简称法律推定)和事实上的推定(简称为事实推定)。所谓事实推定,又称司法上的推定或诉讼上的推定,是指司法者在具体的诉讼过程中在自由心证范围内根据有关证据和经验法则对有关证明对象所作出的一种推论,约束力来源于人们的思维逻辑与经验常识,其实质是事实推论。所谓法律推定,即指立法者按照特定的立法意图根据立法程序在成文法条文中所设定的推定规范,规定以某一事实的存在为基础,据以认定另一事实或权利的存在。参见王雄飞:《论事实推定和法律推定》,载《河北法学》2008年第6期。
- [21] 在本文中法律推定既包括立法型推定(法律依据为刑法条文),也包括司法型推定(法律依据为司法解释)。
- [22] 王雄飞:《论事实推定和法律推定》,载《河北法学》2008年第6期。
- [23] 参见最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第3条的规定。

所要比对的时间主要有三类,包括行为人开户、销户、激活资金账户或者指定交易(托管)、撤销指定交易(转托管)时间;资金变化时间;以及相关证券、期货合约买入或者卖出时间。如果行为人的交易时点与内幕信息的形成、变化、公开时间出现了高度吻合,行为人的“决策”呈现不合常理、难以想象的精确,则有可能指向“异常交易”。

二是交易背离程度。司法实践中,证券交易异常情形是最值得关注的,突出的直观表现就是涉及内幕信息的证券在行为人账户中进行集中交易。此外,可以重点关注的异常要素包括交易风格突变(以往多是分散投资的行为人突然单一、大量买入某种证券,甚至不计成本卖出之前持有证券之后再投资)、背离市场基本面的投资(如对确定亏损的公司进行大额投资)、资金异常调度(变现为大笔资金的转入转出,长期闲置账户短时间内的交投活跃),以及开设账户的异常(如刻意借用他人账户进行交易)等。

三是利益关联程度,主要从账户交易资金进出与该内幕信息知情人员或者非法获取人员有无关联或者利害关系把握。

综上,“交易行为明显异常”须根据个案事实,从多方面进行综合评判。前述案例一中,如将行为人刘某进行证券交易的时间吻合度、交易背离程度以及交易账户与刘某的利益关联程度进行逐项分析,可见其交易行为的异常:首先,涉案账户的资金变化、买入时间均与内幕信息的形成时间高度吻合。其次,行为人刘某将账户中原持有的B股票卖出,亏本近600万元,全部资金买入涉及内幕信息的T股票。而根据市场公开信息,T公司在2013年和2014年上半年均是亏损状态,行为人的交易行为与分散投资原则、市场基本面等背离度极强。最后,涉案账户中资金为刘某所有或控制,交易所获利益也明显与刘某关联。根据上述明显异常的交易行为,加上已有证据证明的“知悉”要件,可以认定刘某“利用”内幕信息进行证券交易的法律事实(详见表2)。

需要指出的是,在涉嫌内幕信息传递双方“零口供”的情况下,根据刑法规定和司法解释进行内幕交易行为推定证据标准问题,目前司法实务界尚无定论,笔者也没有收集到相关判例,需要在今后的实践中继续研究。

表2 陈某某、刘某内幕交易、泄露内幕信息案异常交易行为分析表

内幕信息	2013年8月 (形成) ← 内幕信息敏感期 → 2013年11月4日 (公开)	
时间吻合程度	内幕信息形成过程	证券交易过程
	2013年8月双方公司董事长提出动议,9月5日双方正式会面协商,确定负责人跟进具体合作	2013年9月11~13日 刘某建仓T公司股票
	9月20日至23日,进行生产线测算	9月26日进17万余股T公司股票,9月27日至10月底卖B股票,至2013年11月1日持股T公司股票246万余股
	11月1日双方公司签订合作协议,11月4日公告	11月2日至6日获利了结
交易背离程度	亏本卖出账户中原有的B股票(共亏损592万余元),将资金全部买入T公司股票	
利益关联程度	资金为刘某所控制	

(四) 专业人士交易决策理由的判定

在前述案例一中,行为人刘某在一审阶段辩称其长期从事证券二级市场投资和私募基金管理,且对T公司、C公司所在行业长期关注,对该行业发展和企业经营都有深入了解,其作出的投资T公司股票的决策不仅基于陈某某所泄露的内幕信息,也是其专业知识和判断的结果,要求在法院定罪量刑予以考虑。

刘某的辩解在司法实践中并不鲜见。内幕交易案件中,不少行为人是证券从业人员或者涉案领域的专业人员,具有相应的专业知识和行业经验,多数会提出其曾经关注、研究、分析过上市公司及其证券交易情况等抗辩理由。行为人的证券、期货交易决策可能既利用了专业知识判断,又利用了获取的内幕信息,对其如何定性有一定争议。

在当前证券、期货犯罪复杂化、隐蔽化的背景之下,如果行为人的

专业知识可以作为其排除其交易行为违法性的理由,不仅缺乏法理依据,^[24]而且会直接造成司法实践中对相关行业从业人员的行为性质认定的证明难度。司法实践中,“对内幕信息的影响力不应作程度限制,不要求内幕信息对行为人交易决定的影响是唯一的,只要行为人获取的内幕信息对促进其交易决定有一定的影响,即帮助其在一定程度上确信从事相关交易必定获得丰厚回报,就应当认定行为人时利用内幕信息从事内幕交易”。^[25]

从比较法的角度来看,在美国 *Chiarella* 案中,首席法官 *Burger* 在阐述盗用理论时,表达了类似的观点。他强调法律“应该允许交易者依靠自身能力和经验对相关信息进行确认和分析,从而促使人们勤勉工作、认真分析并作出精确的市场判断。但是上述规则有其适用边界,尤其当行为人不是基于其高明的经验、预测或者努力,而是基于不法手段获得的信息优势,这样的规则就不适用了”。^[26]

案例一中行为人 *刘某* 即使通过其专业知识和行业经验,对 *T* 公司的发展趋势和股票价值作出初步判断,但最终还是根据非法获取的内幕信息加强了其预判的确信,应当追究其内幕交易的刑事责任。

三、犯罪情节认定问题

根据我国《刑法》第 180 条的规定,构成内幕交易、泄露内幕信息罪,行为人的行为必须达到情节严重的程度。2012 年《内幕交易司法解释》明确内幕交易犯罪数额为判断内幕交易犯罪情节的主要要素,^[27]表现

[24] 因为行业经验、专业知识和内幕信息在实践中对于行为人的交易决策影响可能是同时存在的,且内幕信息知情人员与非法获取内幕信息人员在知悉内幕信息之后至内幕信息公开之前,均不应从事与内幕信息有关的证券、期货交易。

[25] 指导案例第 756 号:《肖时庆受贿、内幕交易案——因获取让壳信息而指使他人购买让壳公司股票,后借壳公司改变的,是否影响内幕信息的认定》,载《刑事审判参考》(总第 85 集),法律出版社 2012 年版。

[26] *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 239 - 240 (1080) (*Burger, J., dissenting*).

[27] 关于内幕交易犯罪的“情节严重”,《内幕交易司法解释》中还有三次以上交易、具有其他严重情节的条款。

为证券交易成交额、期货交易占用保证金数额、获利或避免损失数额等三种类型。^[28]

内幕交易行为“获利或者避免损失数额”——行为人的违法所得，是评价内幕交易犯罪行为重要的罪质要素和量刑标准。获取违法所得是行为人实施内幕交易犯罪行为的根本经济动因。虽然各国对于内幕交易违法所得的范围基本形成了共识——基于未公开的重大信息而实施的证券、期货交易的获利与避损，包括积极的增值（交易的利润）与消极的增值（风险的规避），但涉及具体案件，违法所得的准确认定却无统一标准，司法解释也缺乏细致的操作规则，司法实践中逐步形成了以下的认定思路。

（一）未参与分红的内幕信息泄露者违法所得的计算^[29]

2012年《内幕交易司法解释》出台前，对于未参与分红的泄露内幕信息人员，其情节严重、情节特别严重的标准能否参照因泄露而获取内幕信息人员的成交额、获利或者避免损失数额认定，司法实务中存在争论。对此，《内幕交易司法解释》予以明确，要根据泄露内幕信息的轻重，对泄露内幕信息罪单独作出准确评价。《内幕交易司法解释》第7条细化了《刑法》第180条第1款中的“情节特别严重”的规定，并在第10条第2款中规定了未实际从事内幕交易的内幕信息泄露人员或者内幕交易的明示、暗示人员的罚金数额计算方法。即使内幕信息的泄露人员

[28] 最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第6条规定：“在内幕信息敏感期内从事或者明示、暗示他人从事或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易，具有下列情形之一的，应当认定为刑法第一百八十条第一款规定的‘情节严重’：（一）证券交易成交额在五十万元以上的；（二）期货交易占用保证金数额在三十万元以上的；（三）获利或者避免损失数额在十五万元以上的；（四）三次以上的；（五）具有其他严重情节的。”第7条规定：“在内幕信息敏感期内从事或者明示、暗示他人从事或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易，具有下列情形之一的，应当认定为刑法第一百八十条第一款规定的‘情节特别严重’：（一）证券交易成交额在二百五十万元以上的；（二）期货交易占用保证金数额在一百五十万元以上的；（三）获利或者避免损失数额在七十五万元以上的；（四）具有其他特别严重情节的。”

[29] 即仅泄露内幕信息，自身没有从事也未与信息接收者共谋从事内幕信息行为的行为人。

自身没有从事内幕交易,其定罪量刑所依据的违法所得应以“泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易”数量计算。

如在前述案例一中,陈某某只是将内幕信息泄露给刘某,自身没有进行内幕交易,也没有与刘某共谋进行内幕交易,亦没有参与分红。根据司法解释的规定,对陈某某根据接收并利用内幕信息交易的人员刘某的交易数额计算成交额和获利额,对其处罚罚金人民币150万元。

(二)多层传递初始信息传递者违法所得计算

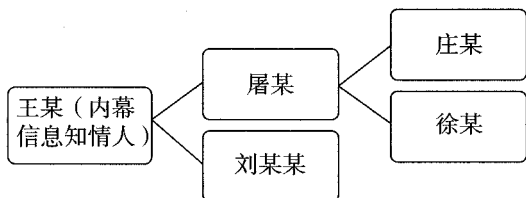
在内幕信息传递中,多层连续传递是很常见的现象,特别是传播面广泛的内幕交易中,“再泄密”往往扮演相当重要的角色。根据《刑法》第180条规定及司法解释,非法获取证券、期货交易内幕信息的人员泄露该信息,情节严重的,要对其追究刑事法律责任。^[30]问题在于,如果内幕信息存在多层连续传递,初始信息传递者所应负责的违法所得数额边界在哪里?下面以案例二予以阐释。

案例二是王某等人内幕交易案。^[31]2012年12月26日,西安Y股份有限公司(下称Y公司)启动收购美国A合伙企业计划,并于2013年1月初由公司组织人员赴美商讨收购事项。被告人王某作为Y公司的高级管理人员受邀一同参与洽谈收购,并因此获知上述内幕信息。嗣后,王某将该信息分别泄露给刘某某、屠某。王某伙同刘某某并由刘于2013年1月7日至31日间连续买入Y公司股票47万余股,成交额人民币767万余元,购买股票资金中,有170万元直接源于王某父亲的银行账户。屠某则明示其亲属庄某、下属徐某购买Y公司股票,庄、徐两人于2013年1月22日至28日间连续买入Y公司股票共计39万余股,成交

[30] 最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第2条规定:“具有下列行为的人员应当认定为刑法第一百八十条第一款规定的‘非法获取证券、期货交易内幕信息的人员’: (一)利用窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的; (二)内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员,在内幕信息敏感期内,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的; (三)在内幕信息敏感期内,与内幕信息知情人员联络、接触,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的。”

[31] 上海市第一中级人民法院刑事判决书(2014)沪一中刑初字第167号。

额 643 万余元。2013 年 2 月 4 日, Y 公司发布临时停牌公告; 2 月 18 日, 发布《关于重大资产重组停牌公告》, 并于次日开始继续停牌; 6 月 3 日 Y 公司发布公告复牌。之后, 刘某某陆续将上述购买的股票卖出, 获利 310 万余元。



王某等人内幕交易案信息传递关系图

案例二的争论焦点是, 屠某再次泄露内幕信息致使他人从事股票交易是否应当追究王某刑事责任, 以及庄某、徐某两人利用内幕信息进行证券交易金额和违法所得是否计入王某的犯罪金额。对此, 笔者认为, 内幕交易犯罪行为人的主观要件应限定为故意, 不包括过失。^[32] 对于存在内幕信息二传、三传的案件, 如果泄露内幕信息人员对于二传、三传乃至之后的人利用内幕信息进行交易的情况并不知情, 亦无从制止, 即该泄露内幕信息人员对二传、三传乃至之后的人利用内幕信息进行交易的行为没有主观故意, 则其不应承担相应的刑事责任。本案中, 证据显示, 王某对屠某将相关信息泄露给庄某、徐某以及庄、徐二人利用内幕信息从事股票交易之事并不知情, 也没有收益, 法院裁判中对此节事实未追究被告人王某相应的刑事责任, 笔者表示赞同。

(三) 利空型内幕交易行为违法所得计算

当内幕信息为利空消息时, 内幕交易者会在信息公开前卖出股票, 以避免股价下跌带来的损失。对此类型内幕交易人的违法所得, 证监会所采用的计算方法是: 以该内幕信息公告日作为计算基准日, 以实际卖出时的股票金额减去卖出股票在计算基准日的虚拟市值来计算违法所

[32] 关于内幕信息、泄露内幕交易罪主观方面的认定, 学者存在不同观点, 笔者认为, 该罪的主观要件只是故意, 不包括过失。参见马克昌:《经济犯罪新论》, 武汉大学出版社 1998 年版, 第 295~296 页; 胡启忠等:《金融犯罪论》, 西南财经大学出版社 2001 年版, 第 272 页。

得(即避免的损失)的公式。^[33] 具体公式如下:

违法所得(规避的损失) = 累计卖出金额 - 卖出证券在基准日的虚拟市值 - 交易费用^[34]

卖出证券在基准日的虚拟市值 = 卖出股票数量 × 基准日该股票的收盘价

需要说明的是,关于是以基准日的收盘价还是平均价作为基准日的虚拟市值的计算标准,尚有继续讨论的必要,^[35] 笔者倾向于以收盘价作为计算标准,因为收盘价是证券市场参与者所共同认可的价格,而最高价和最低价分别为期望的卖出价格和买进价格,本身性质不同,^[36] 不宜简单的取平均值。因此,从对行为人认定公平角度和证券市场内在逻辑角度综合考量,以收盘价作为基准日计算标准更为适宜。

下面以案例来说明利空型内幕交易犯罪的违法所得计算规则。

案例三是周某内幕交易案。^[37] 2012年10月23日至12月29日期间,被告人周某作为C公司市场营销部总监,参加了C公司召开的内部会议及高管研商,获悉公司出现生产停滞、贷款无法归还等经营困境,遂于同年12月11日至17日间,卖出其名下的C公司股票242万余股,成交金额总计人民币1000余万元,避免损失113万元。同年12月20日C公司股票停牌,12月29日公告重大事项进展,2013年2月1日复牌。

在本案中,周某违法所得即为消极的增值——避免损失。计算方法按照C公司股票复牌后打开跌停日2013年2月6日的收盘价4.23元计算,周某证券账户卖出C公司股票242万余股,股票转让收入为1027

[33] 中国证监会行政处罚委员会:《证券行政处罚案例判解》,法律出版社2009年版,第20页。

[34] 在避免损失型内幕交易中违法所得将交易费用扣除的计算方法于法有据。因为交易费用是任何一次股票交易必须缴纳的费用,在避免损失的内幕交易中,行为人购买股票时合法,交易费用并非为犯罪行为存在而付出的直接费用。参见王志尧:《内幕交易刑事案件“违法所得”的司法认定》,载《政治与法律》2014年第2期。

[35] 彭冰:《内幕交易行政处罚案例初步研究》,载《证券法苑》2010年总第3卷。

[36] 参见罗开卷:《利好型内幕信息复牌后未兑现的违法所得认定》,载《人民司法》2014年第8期。

[37] 上海市第一中级人民法院刑事判决书(2015)沪一中刑初字第82号。

万余元,与周某实际股票转让收入 1149 万余元比较,减少股票转让收入 121 万余元,扣除相应税费以及加上政府企管公司奖励后,与周某股票转让的实际所得比较,减少股票转让所得 113 万余元。

四、行政认定的司法效力反思

(一) 行政认定的刑事证据效力

证券犯罪司法实践中,行政认定是很普遍的现象,甚至有学者和实务部门人员认为,行政认定是进入刑事程序的前提条件。这种现象的原因是多方面的,一方面,证券犯罪是违反证券法律法规,严重破坏证券市场秩序的行为,行政犯均由行政违法转化而来,其刑事违法性的基础是行政违法性。另一方面,证券刑法规范的依附性特点导致行政规范的介入,证券行政执法具有主动性,程序一般早于刑事程序,加上部分司法人员在专业知识上对行政执法的依赖,致使行政认定在刑事认定中的普遍存在。^[38]

证券犯罪处理过程中,行政监管机关根据侦查和司法机关的办案需要,就专业问题出具行政认定意见的做法于法有据。^[39]关于行政认定的效力,通说认为,中国证监会应司法机关的需要就内幕信息有关问题出具的认定,经审查具有客观性、合法性的,可以作为定案根据。^[40]上述意见符合刑事诉讼法的相关条款,^[41]司法实践中倾向于将证监会认定意见作为一种准书证予以使用。

[38] 王崇青:《全流通时代的证券犯罪问题研究》,武汉大学博士学位论文,2012年。

[39] 根据 2011 年最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证监会《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》第 4 条的规定,公安机关、人民检察院和人民法院在办理涉嫌证券期货犯罪案件过程中,可商请证券监管机构指派专业人员配合开展工作,协助查阅、复制有关专业资料。证券监管机构可以根据司法机关办案需要,依法就案件涉及的证券期货专业问题向司法机关出具认定意见。

[40] 同注[28]。

[41] 根据修改后的《刑事诉讼法》第 52 条的规定,行政机关在行政执法和查办案件过程中收集的物证、书证、视听资料、电子数据等证据材料,在刑事诉讼中可以作为证据使用。

(二) 刑事认定的独立性

证券犯罪司法裁判中,司法机关是否可作出有别于行政认定的独立判断?对此笔者持肯定意见。在前述案例一中,证券监管部门的调查结论将内幕信息形成时间认定为2013年9月5日,即T上市公司与C公司双方董事长见面协商以租赁抵债一事的运作细节,并确定相关负责人的时间。但是在检察机关审查起诉和法院裁判过程中,司法机关将内幕信息形成时间认定为2013年8月底,^[42]改变了证监会的行政认定意见。在此基础上,一审判决和二审裁定根据T公司董事长、高管等人提供的证人证言以及被告人供述等证据,认定陈某某作为T公司的总经理,自2013年8月动议提出至协议签订之后公告、停牌、复牌的整个过程,其均了解,因此司法判决没有采用证券监管机关认定的T公司高管会的通报时间作为被告人陈某某知悉内幕交易的时间,而将陈某某最早实际知悉的时间为2013年8月。

在此案例中,司法机关对证券监管机关调查报告和鉴定意见中的客观内容予以采纳,对法律事实进行了独立的刑事认定。笔者认为于法有据,理由如下:其一,司法权以判断为本质内容,是判断权,而行政权以管理为本质内容,是管理权,两者在价值目标取向、性质功能和运行机理上不同。^[43]刑事认定与行政认定存在重大差异,行政认定在刑事认定中仅能发挥认定“行政违法性”和“违法事实”的作用,^[44]而司法机关才能够对是否成立犯罪作出终局性判断。其二,对内幕信息及其形成时间的认定不仅是事实认定,也包括对其法律性质的判断,是定罪量刑的重要因素。因此,行政认定应从属于司法机关的司法判断,否则就会违反罪刑法定原则。其三,行政认定不是刑事程序的必要条件,司法机关可以直接依据刑法和援引的行政法规进行刑事认定,不必拘泥于证券监管部门出具行政认定函或者调查报告的结论。此观点得到2014年最高人民法院、最高人民检察院、公安部《关于办理非法集资刑事案件适用法律若

[42] 具体理由见文章第一部分的分析。

[43] 孙笑侠:《司法权的本质是判断权——司法权与行政权的十大区别》,载《法学》1998年第8期。

[44] 王崇青:《全流通时代的证券犯罪问题研究》,武汉大学博士学位论文,2012年。

干问题的意见》的明确支持。^[45]

五、余论

近年来,立法完善和理论研究,特别是司法实务发展推动了内幕交易犯罪的打击防范,大数据系统的应用也为内幕交易行为的发现查处提供了更有效手段。但是,犯罪行为作为社会机体的一部分无可避免,内幕交易行为也不例外。在美国,即使面临着行政处罚、刑事追责、民事诉讼的“组合拳”,每年内幕交易行为的不法获利总额估计仍超过60亿美元。^[46]我国对内幕交易犯罪的刑事规制时间尚短,理论探讨和实践经验都不充分,加上证券市场创新,内幕交易行为方式、行为人规避刑事责任手段也在变化,不仅给公司内部治理和证券监管完善提出了新要求,也给刑法理论和司法实务带来了新课题,打击预防内幕交易犯罪任重而道远。实践中,对于内幕交易中未分红的信息泄露者和获利交易者的罪刑平衡、零口供情形下内幕交易行为推定、多层信息传递链中处罚范围等问题仍未得到很好的理论阐释,更缺乏相关判例支持,需要进一步的深入研究。

[45] 最高人民法院、最高人民检察院、公安部《关于办理非法集资刑事案件适用法律若干问题的意见》(公通字[2014]16号)第1条“关于行政认定的问题”规定:“行政部门对于非法集资的性质认定,不是非法集资刑事案件进入刑事诉讼程序的必经程序。行政部门未对非法集资作出性质认定的,不影响非法集资刑事案件的侦查、起诉和审判。公安机关、人民检察院、人民法院应当依法认定案件事实的性质,对于案情复杂、性质认定疑难的案件,可参考有关部门的认定意见,根据案件事实和法律规定作出性质认定。”

[46] Jesse M. Fried, *Insider Trading via the Corporation*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 162, 2014, p. 801.