

## 证监会内幕交易处罚案例研究

——以 59 个内幕交易处罚为例

廖曦\* 陈秧秧\*\*

**摘要:**证监会对内幕交易的行政处罚是打击内幕交易的主要力量。从 1993 年至 2013 年 6 月,证监会一共处罚了 59 起内幕交易。本文总结了我国关于内幕交易的法律规范,通过对内幕交易处罚案例的系统梳理,明晰证监会在界定内幕信息、内幕交易的主体范围以及其他有关内幕交易问题的执法标准和习惯,为内幕交易执法的连续性与一致性提供参考。同时,本文着力探讨我国内幕交易立法与执法上的不足之处,为实际的证券市场规范提供借鉴。

**关键词:**内幕交易 内幕信息 内幕人

证券市场中的内幕交易行为一直是国内外理论研究的热点,然而,综观国内的多数学术文献,缺乏对实践的探讨,与现实联系不大。随着我国近年来发展金融市场的需要,内幕交易作为证券市场的一个顽疾,已经不可能回避。在我国,由于相关证

---

\* 华东政法大学国际金融法律学院法学研究生。

\*\* 华东政法大学国际金融法律学院副教授,会计博士,法学博士后。

券法律法规的缺失,中国证监会的行政处罚是对证券市场中违规行为的主要打击手段。在应对证券欺诈与犯罪方面,行政追究本身就有高效、专业的优势,更适合整个证券市场的责任追究。<sup>[1]</sup> 本文通过各项证据证明,中国证监会对于内幕交易的打击正在越来越严厉。

本文收集了迄今为止,中国证监会公布的所有涉及内幕交易的行政处罚案件,共 59 例。通过对这些案例的研究,可以清晰地揭示中国证监会多年来,在禁止内幕交易执法方面做出的努力与改变。自 2009 年以来,对于内幕交易的处罚,中国证监会的行政处罚决定书撰写的越来越详尽、规范、合理。本文试图对中国证监会近期的高密度执法做出学术回应,对我国的内幕交易状况做一个大致梳理。

## 一、禁止内幕交易的法律渊源

相比于世界上的其他国家,我国的证券市场发展具有很强的政府推动性,在法规制定方面,出台也较早。1993 年,国务院颁布发行的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》),就已经建立了比较全面的股票交易管理制度,就各相关方面做出原则性规定,包括禁止内幕交易的法律制度。

证券立法最为先进的美国,在证券市场发展一百多年后,才于 1933 年和 1934 年创设了《证券法》与《证券交易法》这两部基本的证券法律,开始规制证券市场。其后,作为美国证券法律代理人的证监会(SEC)在 1942 年“10b-5 规则”中就市场欺骗行为做出原则性规定。1961 年,SEC 处罚了第一起内幕交易案件——Cady, Robert & Co. 案。自此,美国才逐渐加强了对于内幕交易的监管,相继出台了《内幕交易处罚法》、《内幕交易及证券欺诈制裁法》等相关法律。

20 世纪 90 年代初期,上海证券交易所与深圳证券交易所分别成立,而 1994 年出现内幕交易处罚——“襄樊上证”案。由此可以看出,

---

[1] 参见彭冰:“建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操纵市场行为”,载《中外法学》2004 年第 5 期。

我国行政机关从最开始对于内幕交易就有着惊人的打击力度。总体上,我国关于禁止内幕交易的法律渊源分为以下几个时期:

- 1993年,《股票发行与交易管理暂行条例》,第72条(原则性禁止);

- 1998年9月,《禁止证券欺诈行为暂行办法》,第3条到第6条(具体规定);

- 1998年12月,《证券法》,第67条到第70条(禁止内幕交易的相关制度),第183条(相应的行政责任);

- 2005年10月,《证券法》(修订),第73条到第76条(禁止内幕交易的相关制度),第202条(相应的行政责任)。

值得一提的是,《股票条例》和《欺诈办法》一直以来都未明文废止,但自从2006年《证券法》(修订)生效后,二者都事实上停止了适用。

2006年修订的证券法中,关于内幕交易的规定相比于原来的证券法并无大的改变。其中,《证券法》第73条是对禁止内幕交易做了原则性规定,即禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。第74条界定了内幕信息知情人的范围,包括六类人和一个兜底条款。第75条是对内幕信息的一般性定义,“涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息,为内幕信息”,并做出了七类列举。第76条是对一些例外情况的说明,“持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司百分之五以上股份的自然人、法人、其他组织收购上市公司的股份,本法另有规定的,适用其规定”。该条同时约定了内幕交易的民事责任,“内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”。

《证券法》第202条,是对内幕交易的行政法律责任的具体规定:“证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前,买卖该证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券的,责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足三万元的,处以三万元以上六十万元以下的罚款。单位从事内幕交易的,还应当对直接负责的主管人

员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的,从重处罚。”

上述5项条款便是目前我国处罚内幕交易的全部法律依据,也是证监会在处罚内幕交易时所援引的全部法律条文。

## 二、中国证监会对内幕交易的处罚案例

以中国证监会公布的内幕交易行政处罚决定书为研究样本,我们对1994年以来的59起内幕交易做出系统梳理,从总体统计性描述与个案剖析两个视角,就证券法现行监管体系展开详述。(见表1)

表1:中国资本市场内幕交易案例及其行政处罚

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
1994	襄樊上证	购买股份	听说	无关人等	获利16,711,808元,仍持有5300股	没收违法所得,上缴国库; 剩余股份按每股9.64元的价格卖出,盈利没收; 罚款2,000,000元 暂停自营业务两个月,责令整顿
1997	张家界	董事会送股决议	自身	上市公司	获利1180.5万元	(未找到处罚决定书)注:证监会网站未予发布
1998	王川	公司收购	职务	收购人高管	获利61万元	没收非法所得61万元,处以警告并罚款10万元
1999	戴礼辉	资产重组	职务	收购人高管	获利67.57万元	没收非法所得67.57万元,处以警告并罚款15万元
1999	俞梦文	增发A股	职务	控股股东中层干部	获利80,000元	没收非法所得8万元,并处以罚款5万元

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
1999	中国轻骑集团	财务、收购信息	自身	收购人	获利 2891.5 万元	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 没收轻骑集团非法所得,并罚款 500 万元;</li> <li>2. 认定轻骑集团董事长张家岭、轻骑集团证券部部长、轻骑公司董理会秘书张珉、证券投资科王洪和证券管理科科长刘超为证券市场禁入者,张家岭、王洪、刘超 3 年内不得担任任何上市公司和从事证券业务机构的高级管理人员职务,并建议免去相关职务;</li> <li>3. 张珉罚款 5 万元,王洪、刘超各罚款 3 万元</li> </ol>
1999	南方证券	财务、投资信息	共谋	承销商	获利 7455.89 万元(税后所得)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 没收南方证券违规所得 7455.89 万元,罚款 500 万元,并责令其接到正式处罚决定后一个月内注销违规开设的 15 个人股票账户;</li> <li>2. 对南方证券上述违规行为负有领导责任的原董事长王景师、原总裁沈沛处以警告;</li> <li>3. 对南方证券上述违规行为负有主要责任的南方证券原副总裁熊双文处以警告,罚款 5 万元,</li> </ol>

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
						并暂停从业资格 6 个月; 4. 对南方证券集中巨额资金、操纵北大车行股票行为负有直接责任的南方证券武汉分公司原总经理黄成家处以警告,并罚款 3 万元
	北大集团	财务、 投资信息	共谋		获利 201 万元(税后所得)	没收北大集团违规所得 201 万元,罚款 100 万元
	北大车行		共谋		获利 85 万元(税后所得)	没收北大车行违规所得 85 万元,罚款 30 万元; 董事长兼总经理李传鸿、副总经理王文超处以警告,并分别罚款 5 万元
	佛山电器		共谋		获利 900 万元(未缴纳所得税)	没收违法所得 900 万元
	深圳特宇		共谋		获利 600 万元	没收违法所得 600 万元
2000	高法山	股权转让	职务	大股东 董事	至调查时尚未卖出	责令依法处理股票;如有违法所得,予以没收
2004	向小云	公司增发新股	职务	公司董事	(提前卖出股份)	罚款 2 万元
2007	陈建良	股权转让	职务	副总经理	未做计算	罚款 20 万元
2008	潘海深	公司亏损	职务	公司董事	获利 7607.81 元	态度良好,罚款 3 万元

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
2008	邓军	公司收购	职务	被收购人董事长	获利 150,099.72 元	没收邓军违法所得, 并处以 150,099.72 元的罚款
	曲丽		职务	被收购人副总经理	获利 75,106.63 元	没收曲丽违法所得, 并处以 75,106.63 元的罚款
2008	瞿湘	公司合资	职务	控股股东中层干部	亏损	罚款 3 万元
2009	金峰	公司收购	职务	关联公司总裁助理	盈利 22,506.99 元	没收违法所得, 并处以罚款 22,506.99 元
	余梅		听说	金峰妻子		
2009	赵建广	公司债务豁免	职务	公司董事、总经理	亏损	10 万元的罚款
2009	吕道斌	公司投资	职务	控股股东副总经济师	亏损, 仍持有部分股票	依法处理, 并罚款 3 万元
	薛东兵		职务	关联公司职员	盈利 25,715.46 元	没收违法所得, 并处以 3 万元罚款
	张瑜婷		职务	控股公司秘书	盈利 2442.45 元	没收违法所得, 并处以 3 万元罚款
	刘晓杨		职务	关联公司高管	盈利 6612.63 元	没收违法所得, 并处以 3 万元罚款
	段跃钢		职务	关联公司职员	盈利 1165.53 元	没收违法所得, 并处以 3 万元罚款
2009	李建兴	财务信息	职务	财务部门总经理助理	盈利 29,534.09 元	没收违法所得, 并处以 5 万元罚款
2009	汤明	合作投资	职务	监事	盈利 12,686.29 元	没收违法所得, 并处以 3 万元罚款
2010	余鑫麒	财务信息	职务	公司总经理	盈利 141,955.80 元	没收违法所得, 并处以罚款 170,346.96 元

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
2010	马中文	债务重组	职务	公司董事长	盈利 98,632.34 元	没收马忠琴账户违法所得 98,632.34 元,并对马中文、赵金香、马忠琴处以罚款 98,632.34 元
	赵金香		听说	马中文妻子		
	马忠琴		听说	马中文姐姐		
	党建军		职务	公司副总经理	至调查时尚未卖出	
2010	耿佃杰	公司重组	职务	公司总经理		罚款 5 万元(违法所得已主动上交)
2010	辽源得亨	公司重组				警告,并处以 30 万元罚款(未按规定披露信息,未参加内幕交易)
	辽河纺织		自身		亏损 395.69 万元	30 万元罚款
	由春玲		职务	辽源得亨董秘、辽河纺织公司秘书	亏损 232.54 万元	警告,并处以 60 万元罚款
	赵利			辽源得亨董事长兼总经理、辽河纺织董事长		警告,并处以 3 万元罚款(未按规定披露信息,未参加内幕交易)



续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
2010	况勇	公司借壳上市	职务	曾任高管、受委托		3 万元罚款
	张蜀渝		听说	况勇妻子		
	徐琴		听说	况勇外甥女	盈利 112,346.05 元	没收违法所得,并处以 112,346.05 元罚款
2010	李际滨	股权投资分红	职务	公司副总经理	盈利 69,385.26 元	没收违法所得,并处以 69,385.26 元的罚款
	黄文峰		职务	公司中层干部	盈利 48,819.02 元	没收违法所得,并处以 48,819.02 元的罚款
2010	北孚集团	公司借壳上市重组	自身	关联公司	亏损 2,086,747.96 元	50 万元罚款
	秦少秋		职务	北孚集团董事长		警告,并处以 20 万元罚款
	倪锋		职务	重组联络人	亏损 1,450,323.93 元	15 万元罚款
	柳驰威		听说	倪锋的朋友	亏损 84,789.44 元	3 万元罚款
2010	张小坚	公司借壳	职务	关联公司副总裁	至调查时尚未卖出	60 万元罚款,责令张小坚依法处理买入股票,如有违法所得,予以没收
2010	贾华章	股权转让	职务	关联公司独立董事	盈利 5039 元	35,000 元罚款
	刘荣		听说	贾华章妻子		
2011	汤建华	公司增资	职务	公司总裁	盈利 16,086.23 元	10 万元罚款
2011	刘洋	公司上市	职务	公司总经济师	盈利 11,212.83 元	警告,并处以 30 万元罚款

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
2011	林士泉	股权转让	职务	公司高管	获利 55,570.28 元	没收违法所得 55,570.28 元,并处以 55,570.28 元罚款
2011	孙淑琴	股权收购	职务	关联公司财务负责人	获利 7276.77 元	3 万元罚款
2011	杨宝才	重整复牌	职务	公司投资部经理	获利 29,957.64 元	5 万元罚款
2011	蔡伟甫	公司增资	职务	公司投资部副经理	盈利 120,825.56 元	没收违法所得,并处以 120,825.56 元罚款
	庞友国		职务	公司总工程师	盈利 36,834.03 元	没收违法所得,并处以 36,834.03 元罚款
	陈锡尤		职务	公司经营部副经理	盈利 64,678.70 元	没收违法所得,并处以 64,678.70 元罚款
	廖凯明		职务	关联公司总经理	盈利 33,923.10 元	没收违法所得,并处以 43,923.10 元罚款
	吴慧敏		职务	咨询事务所总工程师	盈利 176,309.10 元	没收违法所得,并处以 176,309.10 元罚款
2011	方清	股权收购	职务	公司总经理	盈利 48,800.00 元	没收违法所得,并处以罚款 48,800 元
2011	光华基金会	公司重组	自身		获利 21,429.02 元	5 万元罚款
	任晋阳		职务	基金会法定代表人、理事长兼秘书长		警告,并处以 3 万元罚款
	梁范栋		职务	基金会副秘书长		警告,并处以 3 万元罚款

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
2011	天津领先集团	公司重组	自身		盈利 370,959.38 元	没收违法所得,并处以 370,959.38 元罚款
	李建新		职务	法定代表人、董事长		警告,并处以 30 万元罚款
	刘建钢		职务	副总裁		警告,并处以 30 万元罚款
	范春明		职务	董事、副总经理兼财务总监		警告,并处以 20 万元罚款
2011	岳远斌	公司借壳上市	职务	从关联公司高管处听说	亏损 620,330.49 元	20 万元罚款
2012	周和华	股权收购	职务	公司董事	盈利 73,991.92 元	没收违法所得,并处罚款 147,983.84 元
2012	张涛	增发股份	职务	公司高管	获利 117,704.64 元	没收违法所得,处以 453,113.92 元罚款,并责令张涛处理非法持有的股票
	王东海		职务	会计事务所董事长	亏损 5755.15 元	处以 4 万元罚款
	魏亮		职务	事务所评估师	获利 5890.62 元	处以 4 万元罚款
	崔永杰		职务	关联事务所评估师	获利 682.84 元	处以 4 万元罚款
	高晓卉		职务	关联事务所评估师	至调查时尚未卖出	处以 4 万元罚款
	黄成仁		职务	关联公司高管	亏损 126.60 元	处以 3 万元罚款

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
2012	瀚宇投资	债务重组	自身		盈利1,390,308.65元	没收违法所得,并处以1,440,308.65元罚款
	夏自强		职务	公司高管		处以6万元罚款
2012	沈少玲	重大公司业务	职务	公司高管	至调查时尚未卖出	责令依法处理股票;如有违法所得,予以没收,对沈少玲处以60万元罚款
2012	肖家守	公司重组	职务	公司董事长		150,000元罚款
	朱莉丽			肖家守妻子	盈利134,773.84元	没收违法所得,并处以30,000元罚款
	周晓丹		职务	关联公司总经理		处以30,000元罚款
	肖传健		职务	关联公司总经理	盈利753,161.85元	没收违法所得,并处以753,161.85元罚款
2012	曾国波	重大公司业务	职务	公司监事	盈利938,806.39元	没收违法所得,并处以100万元罚款
2012	庄坚毅	公司注资	职务	公司副董事长	至调查时尚未卖出	责令依法处理股票;如有违法所得,没收违法所得,并处以违法所得一倍罚款;如没有违法所得或者违法所得不足3万元的,对庄坚毅处以港币20万元罚款
	王建辉		听说	业务关系	亏损62,286.18元	5万元罚款
	高金花		听说	王建辉妻子	获利3572.76元	3万元罚款
	邹建平		职务	公司副经理		10万元罚款

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
	章敏芝		听说	邹建平妻子	获利9622.54元	5万元罚款
	周星夫	公司注资	听说	邹建平、章敏芝女婿	获利23,726.06元	3万元罚款
2012	陈宝庆	资产托管	职务	投资公司总会计师	浮亏15,695.62元	依法处理所持股票,并处以5万元罚款
	李文静		听说	陈宝庆妻子	浮亏1720.48元	依法处理所持股票,并处以5万元罚款
2012	李琳杰	公司重大业务	职务	公司营销中心副经理	获利149,345.05元	没收违法所得149,345.05元,并处以149,345.05元罚款;
	覃炳辉		职务	公司营销中心副经理	获利93,838.03元	没收违法所得93,838.03元,并处以93,838.03元罚款
2013	顾振其	提前泄露公司年报	职务	公司董事	至调查时尚未卖出	共计3万元的罚款
	穆彩球		听说	顾振其妻子		
2013	李国刚	公司重大业务(投资)	职务	投资谈判委托人	亏损77,766.86元	30万元罚款
	白宪慧		听说	李国刚妻妹	获利332,100.06元	没收违法所得,并处以332,100.06元罚款
	周富华		职务	投资的目标公司总经理	获利898,357.37元	没收违法所得,并处以929,279.90元罚款
	姚文喜		职务	关联公司总经理	获利29359.14元,仍有部分余股	5万元罚款
2013	谭淑智	股权转让	听说	内幕信息知情人妻子	亏损7525.22元	3万元罚款

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
2013	王瑞莘	公司重大业务	职务	关联公司业务负责人	获利 96,312.67 元	没收违法所得,并处以 332,100.06 元罚款
2013	齐凯	公司重大业务	听说	内幕信息知情人朋友	至调查时尚未卖出	罚款 30 万元,依法处理所持股票
	张进才		听说	内幕信息知情人朋友	至调查时尚未卖出	罚款 30 万元,依法处理所持股票
2013	包维春	公司增资	职务	关联公司中层干部		罚款 30 万元
	冯振民		听说	包维春的朋友	获利 16,927.65 元	警告,并处以 30 万元罚款
	吴春永		听说	吴春永的朋友	亏损 3,159,609.77 元	罚款 30 万元
2013	上海金瑞达资产管理股份有限公司	公司定向增发	自身	法定代表人的弟弟是王敏文	获利 241,525.44 元	没收违法所得 241,525.44 元,并处以 241,525.44 元的罚款
	王敏文		听说	金瑞达法定代表人的弟弟	获利 879,222.19 元	没收违法所得 879,222.19 元,并处以 879,222.19 元的罚款
	刘晓霖		听说	王敏文的妻子	获利 41,412.79 元	没收违法所得 41,412.79 元,并处以 41,412.79 元的罚款
2013	郭红莲	资产重组	听说	内幕信息知情人的朋友	获利 54,632.15 元	没收违法所得 54,632.15 元,并处以 54,632.15 元罚款
2013	蒯雯瑾	资产重组	听说	内幕信息知情人的朋友	至调查时尚未卖出	3 万元罚款

续表

年份	名称	内幕信息	消息来源	内幕人身份	交易结果	处罚结果
2013	罗明	资产重组	听说	内幕信息知情人的朋友	获利 577,982.09 元	没收违法所得 577,982.09 元,并处以 577,982.09 元罚款
2013	罗永斌	资产重组	听说	内幕信息知情人的朋友	获利 2,846,631.46 元	没收违法所得 2,846,631.46 元,并处以 2,846,631.46 元罚款
2013	周小南	资产重组	职务	控股股东高管	获利 89,039.88 元	没收违法所得 89,039.88 元,并处以 89,039.88 元罚款
	朱敏		职务	公司员工	获利 15,692.69 元	3 万元罚款
	朱教娣		听说	朱敏的母亲	亏损 6399.29 元	3 万元罚款
	潘企康		职务	关联公司员工	获利 1455.73 元	3 万元罚款
2013	吕顺龙	财务信息	职务	财务部经理	获利 12,532.12 元	3 万元罚款

资料来源:中国证监会网站公布的“内幕交易行政处罚决定书”。〔2〕表中所列时间为证监会处罚时间,非内幕交易发生时间(截至 2013 年 6 月底,证监会处罚内幕交易 59 例。其中第一例内幕交易案件为 1994 年“襄樊上证”案,至 2013 年 6 月底,共 59 例)。

二十年间,监管层对内幕交易的打击,处罚力度持续加强。以各年惩办的案件数为例,1994 年至 2000 年,共处罚内幕交易 8 例。2001 年至 2008 年,共处罚 5 例。从 2009 年起,处罚次数明显增多,2009 年这一年度就有 5 例。2010 年为 9 例,2011 年为 10 例,2012 年为 9 例。2013 年 1 月到 6 月,证监会内幕交易处罚案例已有 13 起。

〔2〕 中国证监会监督管理信息公开目录,载 <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>, 2013 年 8 月 30 日访问。

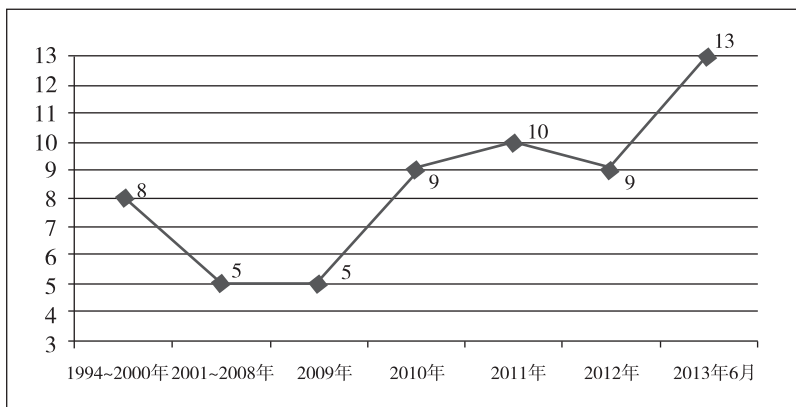


图 1:1994 年至 2013 年 6 月年内幕交易处罚次数(共 59 次)

显然,从 2009 年起,证监会对于内幕交易的打击力度明显增大。与此同时,在行政处罚决定书的撰写方面,2009 年之后的处罚决定书也更为规范、详尽、合理,对相关违法事实不仅有较为详细的描述,对于当事人的辩解也开始给予一定的回应,在处罚决定方面更增加了说理的内容。由此推断,未来一段时期我国内幕交易处罚力度有增无减。

### 三、何为内幕信息?

内幕信息是确定整个内幕交易行为的核心要件,对内幕信息的认定直接涉及到整个内幕交易的行为认定。通过对证监会的 59 份行政处罚决定书分析,我们可以看出,证监会认定内幕交易的首要前提是内幕信息的存在,这与学理上对内幕交易的认定基本一致。为了保护证券市场中交易的信息对称性,各国政府禁止内幕交易行为。证券市场不同于其他一般的市场,信息对于市场参与者的作用远远超过其他同类市场。拥有比其他投资者更多、更准确的信息是在证券市场中的最大优势。美国整部证券法的核心都在于保证市场中信息的公开披露与公平获得。实际情况中,个人投资者在信息获得这一方面明显落后于市场中的其他主体,如股票市场中,散户由于资金的劣势,无法与机构投资者均等机会了解某只股票的



供求状况,处于明显的不利地位。如果不通过法律进行保障信息的公平获取,那么整个融资市场的有效性和投资的公平性都会受到质疑。

内幕交易行为违背了这一原则,原因就在于重要的市场信息(内幕信息)没有得到妥善的处置。那么,什么样的信息才能判定为内幕信息呢?这是探讨的重点。

诚如证券法第75条的规定,内幕信息应当具有两方面特征,未公开性和重要性。

### (一)未公开性

内幕信息的首要特征即它的未公开性,不为公众所知,因此才具有可利用的市场价值。目前,我国的内幕交易处罚中,中国证监会通过对内幕信息敏感期的计算,来确定内幕消息的可利用价值时间范围。而敏感期的终点,即为内幕信息的公开时点,在此之后发生的交易不应被视为内幕交易。这里有一个特别规定,考虑到信息披露后,公众消化吸收信息以及传播信息需要一定的时间过程,直接以信息公开披露的时间点为信息的公开点并不合适。<sup>[3]</sup>因此,在证监会发布的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》中,第13条规定,上市公司董事、监事和高级管理人员在重大事项发生之日至依法披露后2个交易日内都不得买卖本公司股票。这一规定即考虑到了市场对信息的消化吸收问题。

在证监会做出的59例内幕交易处罚中,所涉及的内幕信息都具有未公开性这一特征。未公开性意味着将来的有一天必须向公众公开,如果永远不必公开,那么就不能称之为内幕信息,这一点在解释“老鼠仓”案件不应被定义为内幕交易时,起到至关重要的作用。

### (二)重要性

重要性指对公司证券的市场价格会有重大影响。某一信息能否对证券价格有重大影响,一般以普通投资者的合理判断为假设基础,而不是看实际的交易效果。由于内幕交易行为侵害的法益是证券市场的公平竞争,因此,是否盈亏不应作为判定内幕交易行为的构成要件。发生亏损,既可能是因为内幕交易者错误估计了内幕信息对股价的影响,也可能是因为市场风险造成了股价意外波动,证监会在处罚时仅仅将亏损

---

[3] 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第178页。

作为一个情节因素予以考虑,便是基于此意。

经过统计,在中国证监会的 59 个内幕交易处罚案例中,共涉及 99 个账户,其中至少 18 个账户亏损,可以看出,是否盈亏并非内幕交易的构成要件,仅仅是处罚轻重的一个考虑因素。(见图 2)

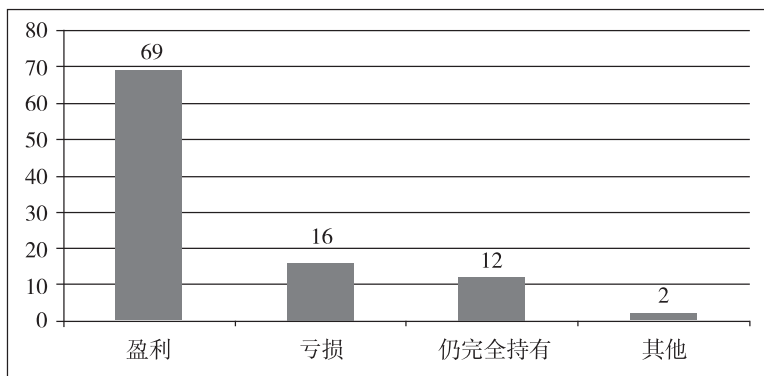


图 2:内幕交易账户盈利状况(共 99 个账户)

注:多个自然人控制一个账户,计算为一个账户,一个自然人控制多个账户,计算为一个账户。

内幕信息的起算时点是确定交易者是否构成内幕交易的基础。中国证监会在行政处罚中一直采用确定内幕信息敏感期的方式,来确定内幕信息的形成时间,其确认的核心因素,即是以重要性为标准。一条普通的市场信息只有在具有稀缺性后,才会具有价值,才可以成为内幕消息,而决定这一关键的因素即在于其该消息的重要性程度。

值得注意的是,敏感期的起算点为内幕信息的形成日期,而由于内幕信息本身有其主客观性,对于不同的交易主体,该信息的确定性不同。例如,上市公司的项目投资对于一般的市场投资者,可能只是传闻,而对于了解该项目投资的负责人来说,虽然项目尚未启动,但可能仅仅是意向就已经构成了内幕信息的确定性。

### (三)内幕信息的具体类型

市场上的信息种类繁多,是否只要具备了未公开性与重要性两个标准,就能判定为内幕信息呢?答案是否定的。证券的市场价格主要受到两个方面的影响:一是证券的基础价值,二是证券的供求关系。目前我国只认定涉及证券基础价值的信息为内幕信息,这一点结合现行法律与

实践处罚可以看出。

《证券法》第75条列举了7类信息,包括公司分配股利或者增资的计划,公司股权结构的重大变化,公司债务担保的重大变更,公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的30%,公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任,上市公司收购的有关方案以及国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息。通过列举以及兜底的方式,《证券法》在目前相关立法并不完善的情况下,给执法机关留足了空间。但第75条列举的信息,仍然有其局限性,所列举的7类信息,均是涉及公司自身价值,是与公司自身经营有重大关系的信息,属于影响证券基础价值的范畴。这就意味着,目前影响证券供求关系的信息并不当然列举在内幕信息的范畴内,至少从法律条款上看是如此。

实际操作中,也基本可以认定,只有涉及公司证券基础价值的信息,才会被判定为内幕信息。证监会处罚的59个内幕交易案件,共涉及59项内幕信息。其中,涉及股权转让与收购的有12个,公司重组或债务重组为13个,公司上市为5个,增资或增发新股为7个。其他重大信息,包括公司重大业务、财务信息、投资信息,合计为22个。59个内幕信息均为直接影响公司证券自身基础价值的信息,与公司本身的资质有关。对于可能影响公司市场价格的供求信息,暂未被判定为内幕信息。(见图3)

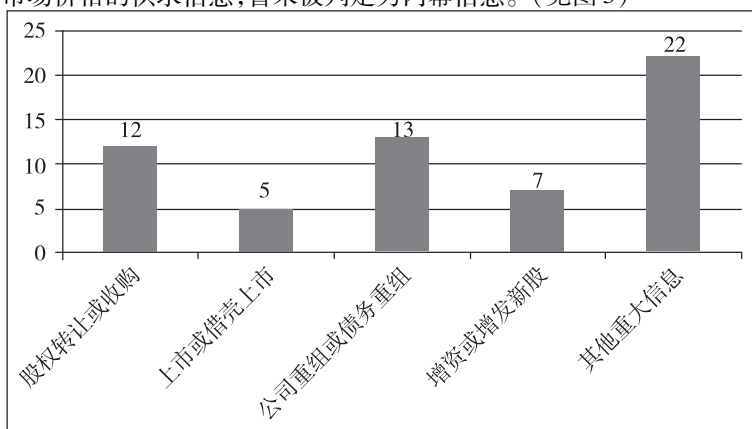


图3:内幕信息分类情况(共59个)

通过对证监会的处罚结果分析,我们可以初步得出如下几点结论。

第一,《证券法》第75条没有明确列举的信息,可以被认定为内幕信息。通过以下几个例子,我们可以发现,证监会对于内幕信息的认定,并不以《证券法》第75条的列举为限制。2009年的李建兴案〔4〕,2010年的余鑫麒案〔5〕,2013年的顾振其、穆彩球内幕交易案〔6〕中,涉及的内幕信息均为公司财务报告,当事人在财务报告未公开前,通过自身职务提前获知报告,并利用信息进行交易。上市公司的公司财务信息,并不直接在《证券法》第75条的内幕信息列举范围内,但证监会仍将其判定为内幕信息。原因不难理解,上市公司的财务报告包括公司的财务状况、经营成果等诸多与公司经营密切相关的信息,这些信息在未对市场进行披露前,对于市场中的投资者来说,显然具有利用价值,具备了未公开性与重要性两个基本特征。同时,由于公司的财务信息是涉及公司基础价值的基本信息,在我国目前的法律框架下,符合内幕信息的要件构成,故证监会将其判定为内幕信息,有其合理性。

在2010年,李际滨、黄文峰的内幕交易案中,涉及的内幕信息为上市公司粤富华下属“重孙子公司”的分红问题,粤富华全资拥有功控集团,功控集团全资拥有珠海电力集团,后者拥有18.18%广珠公司的股份,广珠公司控股珠海发电厂(54.98%),本案涉及的利润分红来自于珠海发电厂。〔7〕对于这样一个间接持股约10%的重孙子公司利润分配事项,不在《证券法》第75条所列举的内幕信息种类范围内,那么是否成为内幕信息。证监会认为,该信息对于上市公司的股价影响达到了重要性的标准,而对于内幕信息的重要性判断,应当以“内部人和外界投资人的主观认知”为标准。〔8〕在我国证券立法还不完善的情况下,证监会对于内幕信息的认定应着重于对实际情况的考虑。

有人担心此类执法行为,是否会导致证券市场行为的不可预测性,这样的忧虑有一定道理,但在我国证券立法不完善的前提下,积极解决

---

〔4〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(李建兴)(〔2009〕45号)。

〔5〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(余鑫麒)(〔2010〕2号)。

〔6〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(顾振其、穆彩球)(〔2013〕1号)。

〔7〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》(李际滨、黄文峰)(〔2010〕29号)。

〔8〕 参见彭冰:“内幕交易行政处罚案例初步研究”,载《证券法苑》2010年第3卷。

市场中存在的问题,更是当务之急。并且,证监会的执法并非无迹可寻。对于内幕信息的认定,目前基本以三个要件为主:未公开性、重要性和公司基础价值相关性。通过对过往案例的分析,可以看出这三点是证监会认定内幕信息的基本构成,也是我们在未来对我国证券市场行为分析的重要依据。

第二,“老鼠仓”案件不作为内幕交易处理。这一判断的主要原因在于基金投资信息不应当作为内幕信息。“老鼠仓”案件主要是指基金管理人员利用基金投资或者推荐个股的非公开信息,在基金交易前或者伴随基金交易同时为自己或者他人的利益进行交易。在著名的唐建案中,中国证监会认定唐建利用职务便利,获利一百五十余万元。在该案中,证监会未将基金投资信息判定为内幕信息,理由包括:(1)内幕信息具有当然公开性。即无论内幕信息敏感期有多长,内幕信息总有应当公开的那一天,终有一天会成为市场的公开信息。基金投资信息作为基金公司自身的判断,并不必须公开。这一点与内幕信息完全不同。(2)内幕信息公开前不得使用。“老鼠仓”案件中,禁止基金管理人员使用信息交易,但是不禁止基金公司本身使用信息交易。如果将基金投资信息认定为内幕信息,存在明显的逻辑悖论。由此可以将基金投资信息排除在内幕信息的范围外。

第三,二级市场上的投资者判断,是否能作为内幕信息?投资者对于市场的判断,属于交易市场的自发行为,市场上固然存在机构投资者的判断会影响供求关系,从而影响公司股价的情况,但是,因此将这样的信息就定义为内幕信息,是不合适的。这里除了内幕信息的构成要件问题外,还存在立法价值取向的问题。

合格的证券市场,是合格的融资平台,给予业绩良好的公司更低的融资成本与更好的融资机会。因此,影响公司证券价格的因素应更多由公司自身价值决定,而不是受到供求关系的影响。在一个好的金融市场中,价格过多的受供求关系影响,这是不合理的。市场中的投资者对于证券的判断,应更多建立在对于公司价值的判断上,因此,证券市场中的投资者应当具有规避其他投资者判断的意识。我国的证券市场中,大量的散户投资者并没有投资公司价值的意识,更多依赖于“小道消息”,这并不是一种健康、合理的投资氛围。在立法的制度设计层面,我们不应

当保护投资者的不合理心态,而应当鼓励投资者更多以公司的基础价值作为是否购买股票的判断标准,为了培养更加理性的市场环境,不应将投资者的判断作为内幕信息。

#### 四、内幕交易主体范围的界定

内幕交易主体的界定,是确定内幕交易的要件,各国基于禁止内幕交易立法的偏向,对主体范围的认定存在一定差异。我国《证券法》第73条和第76条将禁止内幕交易的主体范围规定为“内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人”,第74条又以列举的方式界定了内幕信息的知情人,同时授权中国证监会可以根据情况,扩张内幕信息的知情人范围。

在实际执法层面,本文所研究的59个证监会内幕交易处罚案例中,共涉及机构11个和自然人103个。(见图4)

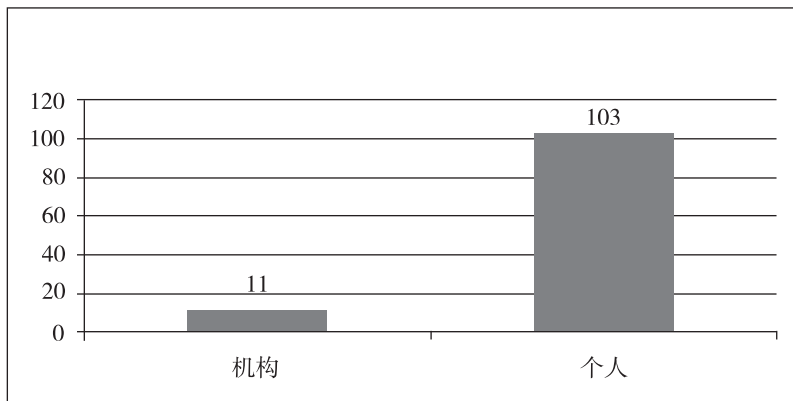


图4:内幕交易主体(共114个)

在发生的内幕交易处罚中,11个机构均被认定为单位犯罪。包括2个券商:襄樊上证,南方证券。1个基金会:光华基金会。1个投资公司:瀚宇投资。3个上市公司:张家界、北大车行、天津领先集团。3个大股东:中国轻骑集团、辽河纺织、北孚集团。1个收购人:中国轻骑集团。<sup>[9]</sup>

[9] 中国轻骑集团有两次内幕交易,身份不同,计算两次。

在 103 个自然人中,从内幕人各自的身份来看,来自上市公司自身的高管、职工及其家属的有 46 人,来自上市公司控股股东的为 5 人,业务关联公司的为 23 人,还有 12 人身份各异,有接受业务委托的中间人,有接受资产评估、会计评估的中介机构等。(见图 5)

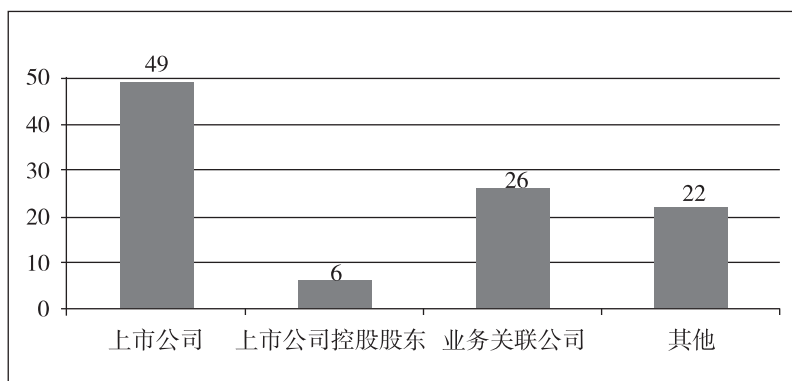


图 5:进行内幕交易的自然人身份来源分类(103 个)

此外,根据内幕信息的获取途径,又可做如下分类。(见图 6)

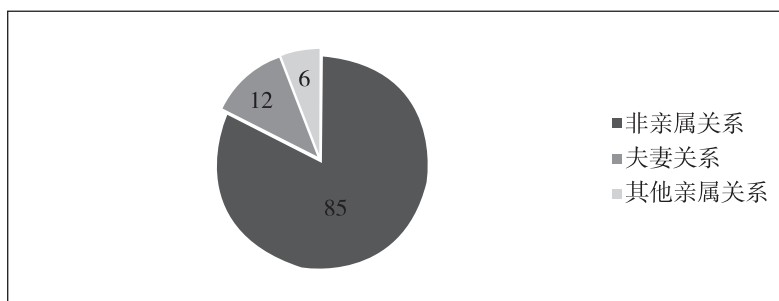


图 6:内幕交易主体获取内幕信息的途径

从内幕人的身份来看,以上市公司的高管和工作人员居多,而被认为最容易发生内幕交易的律师、券商等中介机构却很少,更大可能在于证监会对于这一领域的监管力度仍然较松,而将对于上市公司高管的监管放在第一位。

通过对证监会内幕交易主体的统计,笔者可以得出三点思考:

### (一) 机构作为内幕交易主体的范围十分广泛

在涉及处罚的 11 个机构中,从上市公司到券商、基金,各类机构层出不穷,监管层并没有清晰的重点。由此猜想,目前我国对于机构进行内幕交易的监管并没有足够多的经验,更多依赖于偶然性与突发性,并没有一个系统完善的监管体系与执法经验。在一个不断发展的证券市场中,进行内幕交易的机构主体数量绝不仅仅如此,考虑到我国的融资市场才刚刚起步,证监会在机构内幕交易监管的执法道路上仍然要付出相当大的努力。

### (二) 上市公司与关联公司是内幕交易的重灾区

在进行内幕交易的 103 个自然人中,共有 75 人来源于上市公司与关联公司内部,也就是说,近 3/4 的自然人内幕交易发生在这一领域,证监会在该领域的监管十分严厉。这主要是由于,目前我国的公司,无论是上市公司还是普通的私人公司,在内部信息隔离制度的建立上,都存在很大问题。相比于美国成熟的公司结构,我国的许多公司更像是私人的家族企业,缺乏合规的内部控制与信息管理。这也就造成了关于公司的重要信息很容易泄露,从而导致内幕交易频发。证监会对于公司内幕交易的监管,有助于公司建立内部信息隔离制度,完善公司结构,尤其是对于我国的大量上市公司。

从上述分析中,《证券法》第 74 条关于内幕信息知情人的界定,很有改进的必要。首先,缺乏对于公司收购、重组的相关规定。公司收购、重组是内幕交易的频发区,第 74 条对于收购人、被收购人、重组方、被重组方可能构成内幕交易知情人却只字不提。尽管在实际中,仍然做出了符合内幕交易认定的处罚,但毕竟缺乏直接的法律依据。同样的,缺乏对关联公司的规定。第 74 条对于关联公司相关人员也没有直接规定,这显然不合时宜。

### (三) 内幕信息主要依赖职务关系传播

在 103 个获取内幕信息的自然人中,85 个是通过非亲属关系获得内幕信息,这说明我国进行内幕交易的巨大部分主体,都是通过自身的职业性质参与到内幕交易中的。从监管层面出发,亲属关系的内幕信息传递并不容易监管,且监管成本巨大,但对于职业性质的内幕信息传递以及相关利益获得,应当坚决打击。而且,对于职业领域的内幕监管,也同



时能够从根本上减少内幕信息的扩散,更具有“根治”的效果。

在目前内幕交易的处罚决定上,证监会多次强调公平原则,认为禁止内幕交易的目的在于“保证众多的市场参与者依法公平地获取和使用相关信息”。然而,什么构成证券市场的公平,恐怕还需要更多的明确说明。对于上市公司的董事和高管,这些人基于职责而拥有的信息优势,从而进行内幕交易,究竟是违背了“对公司和股东的信义义务”,还是损害了“社会公众的投资意愿和市场信心”。这些问题都需要证监会今后进一步明确。

## 五、关于光大内幕交易判罚的思考

2013年8月16日发生的“光大事件”,触动了整个中国证券市场,而证监会也在8月30日做出及时反应,将光大证券在乌龙操作后的对冲交易行为认定为内幕交易,并开出天价罚单。这里根据对于证监会以往处罚的总结,对此次处罚做一些思考与评价。

### (一) 5亿元罚款数额远超以往

在过去处罚的所有内幕交易案件中,证监会对于内幕交易的罚款,最多不超过违法所得,而此次“光大证券内幕交易”案件,在没收违法所得的同时,处以5倍罚款,直接导致开出了令人震惊的5亿元罚单。

由于光大的乌龙操作,导致证券市场的突然性紊乱,在不能对乌龙行为进行处罚的情况下,证监会对光大的内幕交易行为做出了法律规定下最大的处罚,带有一定的惩罚性质。鉴于过往的内幕交易处罚数额均不会超过违法所得,此次证监会的行为直接导致内幕交易的处罚缺乏一致性,可能有悖法理。从长远来看,证券市场的主体不能遇见自己的行为后果,加大了市场交易成本,于我国金融市场完善毫无益处。当然,若只将此作为个案,看到其所发生背景与情况的特殊性,也可理解证监会的行为。

### (二) 内幕信息有特别之处

与以往的内幕交易相比,此次光大内幕交易的内幕信息有两点明显不同。

首先,在其乌龙操作后,对于市场产生的波动,各种市场流言纷飞,而光大对于市场情况的真实了解,就构成了一种利益。此时,该真实情况同时满足重要性与未公开性两个标准,可以被认定为内幕信息。光大证券董事会秘书梅键身为上市公司履行信息披露义务的直接负责人员,在相关信息尚未披露、市场猜测众多的情况下,未做任何核实即以个人猜测对外发表言论,加剧了市场波动。这一点被作为情节因素考虑,光大之后的内幕交易行为就更显恶劣。在过去的59例处罚中,并无此先例,对于市场流言的真实性的了解,是此次内幕交易的内幕信息,这是第一点不同。其次,此次内幕信息关乎的是市场的供求关系,而非公司本身价值。之前证监会的所有处罚,涉及的内幕信息全部为关乎公司基础价值的信息,而这次引起市场波动的信息为供求关系。这次的处罚意味着今后市场中的供求关系变化也可能成为内幕信息,从这一点上,“光大内幕交易处罚”具有强烈的代表性。

我们可以看到,在这样一例引人注目的判罚中,证监会一次性做出了两项明显不同于以往的改变,而且都直接关乎内幕交易的要件构成,有其特殊的背景因素。既然处罚已经做出,就为之后的内幕交易规范开了先河,在今后的处罚中,在市场流言情况下对于真实信息的了解,和关乎证券供求关系的信息,都可以被认定为内幕信息了。

### (三)之前券商并不是内幕交易监管的重点

在之前的内幕交易处罚中,上市公司高管与关联公司是内幕交易监管的重灾区,对于券商以及中介机构的处罚并不严厉,相比于美国与香港,所占的比重可以说少之又少。此次的“光大事件”必然使今后证监会对于券商的内幕交易监管加强,对于市场中的中介机构的监管也更加严厉。中介机构是构建完善的证券市场的重要组成部分,证监会加强这方面的监管,对于促进我国的证券市场发展,也很有必要。

## 六、结论

本文以证监会自1993年以来,证监会处罚的所有内幕交易案例为研究对象,讨论了这些案例中禁止内幕交易所存在的法律适用问题。而

由于时间和篇幅的限制,以及背景资料、案情细节的不完善,本文的研究幅度并不深入,数据上的统计更占主导。

本文的研究结论可以概括如下:

### (一) 内幕信息

1. 通过对证监会以往判罚的研究,内幕信息只要满足重要性与非公开性两个标准,即可被认定为内幕信息,不以《证券法》第75条为限制。

2. 在我国,“老鼠仓”行为不被认定为内幕交易,原因在于“老鼠仓”涉及的信息并非内幕信息。

3. 二级市场上的投资者判断不应被认定为内幕信息。这出于两点考虑,投资者判断本身就不具备重要性和非公开性两个标准,同时为培养理性的投资环境,应当鼓励投资者做出自己的判断,而不是人云亦云。

4. 内幕信息的公开时点并不完全相同。一个内幕消息可能分为多个部分,如公司财务报告的不同部公开时间不完全相同,因此在界定内幕交易的时候,要注意区分,以防错判漏判。

### (二) 内幕交易的主体范围

1. 证监会处罚的内幕交易案例很少涉及券商等中介机构,中介结构是成熟的证券市场中,必然的组成部分,证监会在关注上市公司监管的同时,也应当加强对券商、律师事务所以及会计事务所的监管与处罚。

2. 《证券法》第74条,对内幕信息知情人的列举,范围过于狭窄,应当对于内幕交易的重灾区,如上市公司,关联公司以及容易发生内幕交易的中间机构券商等,做出更加明确的规定。

我们可以清晰的发现,近年来,证监会对于市场中内幕交易的监管越来越严厉,也做出了很多大胆尝试,在内幕交易的主体界定,内幕信息的界定方面,考虑的也越来越全面。这些都为我国证券市场的发展与完善做出了卓越贡献,我们不应抹杀。但由于我国证券立法的不完善,给执法机关在实践中仍然还是带来了很多问题,也希望在今后的证券立法过程中,更加完善关于内幕交易的立法,使我国的股票市场以致证券市场都能够良好发展。