

## 内幕交易认定疑难问题实证研究<sup>\*</sup>

——以证监会2000~2023年前三季度行政处罚决定为视角

范林波<sup>\*\*</sup>

**摘要:**追究内幕交易者民事责任的前提之一是内幕交易行为成立。本文选取证监会2000~2023年前三季度作出的全部981份内幕交易行政处罚决定作为研究对象,从实证角度探讨内幕交易认定的六大疑难问题,包括内幕交易可否“二次推定”,内幕信息认定争议,内幕交易豁免情形的适用条件,接受建议者的交易是否构成内幕交易,共同内幕交易的证明,违法所得认定争议等,以期为内幕交易民事赔偿制度的建立提供借鉴、支持。

**关键词:**内幕交易 行政处罚 监管逻辑

内幕交易破坏市场公平交易,损害投资者合法权益,必须依法予以严惩。中国证监会及其派出机构(以下统称证监会)是国内打击内幕交易最重要的行政执法机构。了解证监会在内幕交易行政执法中的观点和做法,对正确认识国内内幕交易现状

---

\* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

\*\* 现供职于中国证监会行政处罚委员会。

具有重要价值。本文以证监会 2000 ~ 2023 年前三季度期间作出的全部 981 份内幕交易行政处罚决定为研究对象,剖析内幕交易认定中的六大疑难问题,包含内幕交易可否“二次推定”、内幕信息认定争议、内幕交易豁免情形的适用条件、接受建议者的交易是否构成内幕交易、共同内幕交易的证明以及违法所得认定争议。

## 一、内幕交易可否“二次推定”

证监会历史上首例推定认定内幕交易的案件是金某一、余某二内幕交易“四环药业”案(证监会〔2009〕4号)。之后的 2011 年 7 月 13 日,最高人民法院发布《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(法〔2011〕第 225 号),首次在规则层面明确内幕交易行政处罚可以适用推定规则。2012 年 6 月 1 日施行的最高人民法院、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》(法释〔2012〕6 号)与此一脉相承,将推定规则扩展至内幕交易刑事案件。两份司法文件共同的思路如下:如果没有直接证据证明当事人非法获取内幕信息,那么可以基于当事人与内幕信息知情人(或非法获取内幕信息的人)联络、接触以及异常交易涉案证券的情况,推定当事人非法获取了内幕信息并实施了内幕交易,除非当事人能够作出合理说明或者提供证据予以排除。司法文件之所以允许推定认定内幕交易,笔者认为核心原因是内幕交易的隐蔽性。如果一概要求执法机关必须获取直接证据(当事人自认、客观证据证实等)方能认定内幕交易,必将让大量内幕交易者逍遥法外。从数据上看,司法文件出台前的 10 年(2001 ~ 2010 年),证监会对内幕交易仅作出 21 份行政处罚决定;司法文件出台后的 10 年(2013 ~ 2022 年),证监会对内幕交易作出 880 份行政处罚决定,数量的明显变化,证实了推定规则对内幕交易监管执法的巨大促进作用。目前,推定认定内幕交易已成为证监会行政执法的常态。

内幕交易推定规则确立后,新的争议问题随之产生,即内幕交易可否“二次推定”:如果推定非法获取内幕信息的人与第三人联络,第三

人在内幕信息公开前交易涉案股票,那么是否可以再次推定第三人构成内幕交易?对该争议问题,有的人持支持观点,有的人持反对观点,那么证监会在行政执法中是如何处理的呢?

行政处罚案例显示,证监会并未一概否定“二次推定”,而是在证据允许的情况下作出审慎认定。证监会2000~2023年前三季度作出的981份内幕交易行政处罚决定中有23份进行了“二次推定”。〔1〕证监会系统首次“二次推定”内幕交易的案件为曾某姐内幕交易“英飞拓”案(深圳局〔2012〕4号)。该案中,内幕交易者曾某姐并未与内幕信息知情人联络或接触,而仅与内幕信息知情人的亲属联络接触。深圳证监局推定曾某姐构成内幕交易的基本事实为:A、B二人为内幕信息知情人,C为A的妹妹、B的妻子。曾某姐与C系同学,二人关系密切且有经济往来。曾某姐与C接触后次日全仓买入“英飞拓”,交易行为明显异常且无合理解释。该案内幕信息的两次传递均无直接证据证明,认定曾某姐内幕交易属于“二次推定”。又如,在郑某永内幕交易“得利斯”案(证监会〔2014〕72号)中,当事人郑某永同样未与内幕信息知情人联络,而只与内幕信息知情人的妻子联络。证监会推定郑某永从内幕信息知情人妻子处非法获取了内幕信息,基本事实为:2013年1月11日9时22分,得利斯董事长打电话让王某海(内幕信息知情人)向证券交易所报告拟披露“10转10”预案。9时29分,王某海电话联系妻子张某兰。9时41分,张某兰电话联系郑某永。9时43分~9时47分,郑某永操作本人账户买入“得利斯”且交易异常。9时50分,郑某永交易结束后电话联系张某兰。本案内幕信息的两次传递同样没有直接证据证明,认定郑某永内幕交易系“二次推定”。

笔者认为,内幕交易“二次推定”问题本质上是证据问题或者说证

---

〔1〕“二次推定”内幕交易的行政处罚决定包括:深圳局〔2012〕4号、证监会〔2014〕72号、证监会〔2014〕97号、证监会〔2014〕98号、重庆局〔2014〕1号、证监会〔2016〕15号、证监会〔2016〕18号、证监会〔2016〕67号、证监会〔2015〕87号、北京局〔2016〕2号、证监会〔2018〕40号、证监会〔2018〕86号、证监会〔2018〕103号、证监会〔2017〕107号、上海局〔2019〕2号、浙江局〔2019〕4号、浙江局〔2019〕1号、广东局〔2019〕16号、广西局〔2019〕1号、证监会〔2020〕51号、深圳局〔2020〕4号、广东局〔2021〕5号、海南局〔2022〕2号。

据的充分性问题,即根据现有证据,是否足以推论出处于信息传递末端的当事人非法获取了内幕信息。诚如反对者所言,“一次推定”本已潜藏错误认定的风险,“二次推定”使该风险呈几何倍数增加。为此,“二次推定”虽非必须一概禁止,但其运用必须慎之又慎。唯有证据条件充分,根据生活经验和理论逻辑足以作出令人信服的推断时,方可“二次推定”。

## 二、内幕信息认定争议

证监会行政处罚案例中常出现对内幕信息认定的争议,主要包括:

其一,涉案事项到底构成一个内幕信息,还是构成多个内幕信息。上市公司基于概括的意图,连续实施并购、重组、业务转型的情况时有发生,此时上市公司连续实施的数个行为到底是构成一个内幕信息,还是构成多个内幕信息,容易发生争议。以刘某均内幕交易“恒康医疗”案(证监会〔2017〕89号)为例,证监会在该案中將上市公司基于由制药向医疗服务转型的意图先后收购4家医院事项,整体认定为一个内幕信息,但当事人刘某均主张上市公司收购4家医院分别构成4个内幕信息。该案后续发生行政诉讼,法院最终支持了证监会的观点,即恒康医疗战略转型信息构成内幕信息,恒康医疗据此实施的系列收购行为,是一个动态、连续、关联的发展过程。笔者认为,内幕信息个数的认定,须结合当事人交易的具体情况,若当事人知悉整体事项,交易呈现连续性,则宜整体认定为一个内幕信息;若当事人知悉部分事项,或者知悉整体事项但仅在特定组成部分事项发生后实施交易,则宜分别认定为多个内幕信息。内幕信息的认定,不应简单“一刀切”。

其二,重大事项的进展是否构成独立的内幕信息。证监会行政处罚案例显示,特定情形下重大事项的重大进展,可以构成独立的内幕信息。例如在冒某甲内幕交易“鸿达兴业”案(证监会〔2021〕67号)中,证监会将上市公司重组事项的重大进展(终止筹划购买股权事项)认定为独立的内幕信息。又如在杭州浩红实业有限公司内幕交易“好想你”案(宁波局〔2022〕2号)中,宁波证监局将上市公司“拟调整回购股

份方案以减少股份回购数量,将公司资金优先用于其他用途”这一重大方针调整,认定为独立的内幕信息。笔者认为,重大进展是否构成独立内幕信息,主要在于该进展是否足以对证券市场价格产生重大影响,若是,则可以将其认定为独立的内幕信息。

其三,证监会是否有权依据内幕信息定义条款认定内幕信息。对内幕信息的认定而言,《证券法》(2005年修订)第75条第2款第8项作出了兜底规定,即“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”。现行《证券法》(2019年修订)第52条删除了该兜底规定。据此,有观点提出,证监会自此无权在法律列举情形外自行认定内幕信息。但在执法实践中,确实会出现一些法律未列举的重大事项(比如2013年光大证券股份有限公司乌龙指事件),对于这些事项,证监会还有权作出认定吗?笔者认为,答案是肯定的。比如在蒋某伟、朱某内幕交易“盾安环境”“江南化工”案(厦门局〔2020〕3号)中,厦门证监局将“上市公司大股东出现债务危机”这种规则未明确列举的重大事件信息认定为内幕信息。当事人对此提出异议,认为根据现行《证券法》第52条,厦门证监局无权在法律未明确列举的情况下,径行认定“上市公司大股东出现债务危机”构成内幕信息。该案后续发生行政诉讼,法院作出的判决指出,证券监督管理机构有权依据现行《证券法》第52条第1款有关内幕信息的定义条款,依法认定“对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息”属于内幕信息,不能简单认为内幕信息仅限于现行《证券法》第80条第1款、第81条第2款列举的重大事件。法院上述判决明确了证监会有权依据内幕信息定义条款认定内幕信息。

其四,不到上市公司资产总额30%的资产购买是否构成内幕信息。现行《证券法》第80条第2款第2项规定的重大事件表述,由2014年《证券法》第67条第2款第2项规定的“公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定”,调整为“公司的重大投资行为,公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十,或者公司营业用主要资产的抵押、质押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十”。根据条文表述调整的情况,有观点提出,要构成该项规定的重大事件必须满足“资产总额30%”的数量指标。但从证监会行政处罚决

定看,证监会并未机械采取该“30%”的数量标准。<sup>[2]</sup>例如在金某德内幕交易“美力科技”案(厦门局〔2022〕2号)中,当事人提出上市公司取得标的公司股权的对价为2.45亿元,未达到上市公司资产总额的30%,故不属于《证券法》第80条第2款第2项规定的重大投资行为,不构成内幕信息。厦门证监局未采纳该意见,其回应称:并购标的公司年度营业收入占美力科技同期营业收入的比例超50%,上市公司将该交易作为重大资产重组事项进行披露,故涉案收购事项属于重大投资行为,构成内幕信息。又如在宋某英内幕交易“鹏鹞环保”案(宁波局〔2021〕3号)中,上市公司鹏鹞环保拟投资从事新冠疫苗研发的某公司,投资金额仅3000万元,持股比例仅7.89%。宁波证监局认为,在当时新冠疫情肆虐的特殊背景下,上市公司参股涉新冠疫苗研发公司,对上市公司股票价格和投资者的投资决策具有重大影响,公告发布后上市公司股价连续2个交易日涨停亦可印证该事项的重大影响,故上市公司参股新冠疫苗研发公司事项属于“公司的重大投资行为”。笔者认为,《证券法》第80条第2款第2项列举的重大事件包括3个子类别,第一个为“公司的重大投资行为”,第二个为“公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十”,第三个为“公司营业用主要资产的抵押、质押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十”。上述3个子类别乃是平行关系。因此,在判定一个投资是否属于重大投资时,除了相对数量指标外,投资的性质、绝对数额亦应一并考虑。一个投资是否属于重大投资,并不简单以数量是否达到上市公司资产总额30%为准,而应结合该事项对上市公司股票价格可能的影响进行判定。

其五,变化或者最终未实施的重大事项是否构成内幕信息。实践中,上市公司拟实施的重大事项未必能按初始计划施行,发生变化甚至终止的情况时有发生。对变化前或者终止前的事项是否构成内幕信息,有不同看法。一种观点认为,变化前的事项未能影响证券价格(影响证券价格的是变化后的事项),故不属于内幕信息。另一种观点认

---

[2] 相关行政处罚决定为:深圳局〔2020〕4号、深圳局〔2020〕5号、证监会〔2021〕83号、北京局〔2021〕23号、宁波局〔2021〕3号、厦门局〔2022〕2号、辽宁局〔2023〕1号。

为,变化前的事项是否属于内幕信息,应以该事项发生当时的情况进行判定,若发生当时符合内幕信息定义,则应将其认定为内幕信息。行政处罚案例显示,证监会秉持的是后一种观点。证监会2000~2023年前三季度的内幕交易行政处罚决定中有111份涉及重大事项变化或者终止,<sup>[3]</sup>具体包括3种情形:一是重大事项被其他事项替代。比如叶某内幕交易“威华股份”案(证监会〔2016〕53号)中,上市公司威华股份停牌前推进的重大事项是“拟收购IT资产及收购铜矿”,但停牌后调整为“拟让壳给赣州稀土”。证监会认定当事人基于调整前的重大事项交易“威华股份”构成内幕交易。二是重大事项终止。比如成某娴内幕交易“天宸股份”案(证监会〔2018〕67号)中,上市公司拟收购某公司股权,后因故终止。证监会认定当事人根据终止前的收购信息交易“天宸股份”构成内幕交易。三是重大事项内容发生变化。比如朱某元内幕交易“坚瑞消防”案(证监会〔2016〕80号)中,上市公司为并购A、B两家公司申请停牌,但停牌后取消并购A、B两家公司,另与C公司达成并购意向。复牌时发布并购C公司信息。证监会将上市公司并购事项(囊括并购A、B、C3家公司)整体认定为内幕信息。笔者认为,证监会判定相关事项是否构成内幕信息,并不以该事项是否最终实施为依据,而是以相关事项发生当时是否具备内幕信息特征为依据,即如果相关事项在发生当时已具备重大性和非公开性,可能对证券价格产生重大影响,则构成内幕信息。

### 三、内幕交易豁免情形的适用条件

《证券法》第53条第2款将上市公司收购作为内幕交易豁免情形。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》(法释〔2012〕6号)第4条新增3类豁免情形,即按照事先订立的书面合同、指令、计划(以下简称既定投资计划)进行交易;依据已被他人披露的信息交易;交易具有其他正

---

[3] 重大事项发生重大变化的18份,重大事项终止(最终未实施)的93份。

当理由或正当信息来源。那么,执法实践中,内幕交易豁免情形的适用情况到底如何呢?

行政处罚案例显示,证监会对内幕交易豁免情形的适用,设定了严格的条件。

其一,“上市公司收购”豁免。该项豁免情形的适用须以真实的上市公司收购为前提,豁免的对象为收购人(包括采取一致行动的收购人)。除收购人外的其他主体,不能以此主张豁免内幕交易。以孔某魁内幕交易“至正股份”案(山西局[2021]1号)为例,当事人孔某魁与党某相识,党某拟收购上市公司至正股份。内幕信息公开前,党某在与孔某魁喝茶聊天时,告知孔某魁其正商谈收购至正股份事宜。之后,孔某魁利用其儿子账户购入“至正股份”110余万股。山西证监局认定孔某魁构成内幕交易。孔某魁听证时辩称,他本人交易“至正股份”乃系执行与党某共同收购至正股份的计划,属“利用自己产生的收购信息进行交易”,不构成内幕交易。山西证监局未采纳该意见,在行政处罚决定中指出孔某魁不具有与党某共同收购上市公司的意图和行为,即收购期间,党某除在与孔某魁单独见面喝茶时告知收购至正股份事宜外,未再与孔某魁进行交流、磋商,亦未邀请孔某魁参与收购商谈。党某终止收购时,亦未告知孔某魁或征求孔某魁意见。孔某魁本人交易“至正股份”,也未告知党某或者征求党某意见。由此可见,党某、孔某魁二人未就共同收购上市公司达成任何协议或采取任何共同行为。孔某魁在内幕信息公开前买入“至正股份”的行为,属于利用上市公司收购内幕信息牟利的内幕交易,而非上市公司收购。

其二,“既定投资计划”豁免。构成既定投资计划,需满足两个条件:第一,该投资计划形成于内幕信息形成前。当事人在内幕信息形成后为实施内幕交易而刻意制定的投资计划不能构成豁免情形。比如在成某龙内幕交易“围海股份”案(宁波局[2016]1号)中,成某龙在申辩时宣称他本人在买入“围海股份”前一日制定了交易计划,次日买入乃是执行交易计划。宁波证监局未采纳该意见,认定成某龙的交易构成内幕交易。第二,构成既定投资计划的方案必须详尽且具体,不能是可选择性实施的。比如在广州穗富投资管理有限公司(以下简称穗富投资)内幕交易“国农科技”案(证监会[2017]92号)中,证监会对当事人



提出的基于既定方案交易的申辩意见,回应称,“虽然穗富投资在内幕信息形成之前已经将‘国农科技’纳入‘股票池’作为拟进行投资的标的,但并没有买入时间、买入数量等涉及投资计划的具体信息,不能排除穗富投资利用内幕消息从事涉案交易”。截至目前,证监会公开的唯一一起根据既定投资计划豁免内幕交易的案件(实质为“部分豁免”),为王某内幕交易“金科文化”案(浙江局[2023]10号)。该案中,上市公司金科文化董事长王某(内幕信息知情人)在金科文化利空信息公开前卖出本人持有的部分“金科文化”股票,浙江证监局在认定王某构成内幕交易的同时,扣除了王某为履行与兴业证券的事先约定(通过卖出“金科文化”股票偿还债务承诺)而卖出的部分“金科文化”股票。该案行政处罚决定中虽没有出现“根据既定投资计划豁免”字样,但显然属于该情形。该案有几个细节值得关注:一是当事人系直接卖出本人名下账户持有的上市公司股票,基本可以证实其没有隐瞒涉案交易的故意;二是该既定投资计划系与第三方提前明确约定,第三方可以证实该既定投资计划的客观存在;三是对当事人减持超过既定投资计划的部分,仍认定为内幕交易。

其三,“依据已被他人披露的信息交易”豁免。证监会公开的案例都是行政处罚案例,因此是否有当事人因“依据已被他人披露的信息交易”而豁免内幕交易,目前难以确知。但从证监会公开的泄露内幕信息案例中,可了解该豁免情形的适用条件。比如在张某芳泄露丽珠集团内幕信息案(证监会[2015]23号)中,当事人张某芳在获知丽珠集团拟实施股权激励计划后,在“中信医药张某芳400”“中信医药张某芳A&A”等15个微信群和微信朋友圈发布该信息。证监会认定张某芳构成泄露内幕信息,但未认定接收该信息的人构成内幕交易(不排除接收该信息的部分人员实施了交易)。笔者认为,证监会作此选择的原因是,张某芳当时为中信证券医药行业首席分析师,影响力较大,相关信息在短时间内已广为传播,实质上已公开。在此情形下,不宜再认定依据该实质已公开信息进行的交易构成内幕交易。

其四,“交易具有其他正当理由或正当信息来源”豁免。行政处罚案例中,当事人往往提出各种“交易的正当理由或正当信息来源”,比如上市公司披露其他利好信息,个人喜好炒作概念股,上市公司有高送

转预期,股价较同类股票低,股价走势好,市场传闻,朋友推荐等。但上述辩解一般难以被证监会采信。一方面,当事人交易异常的情况下,内幕信息外的其他交易理由往往难以合理解释当事人交易的异常性。另一方面,证监会认为只要内幕信息是影响当事人交易的重要因素之一,即可认定内幕交易成立。证监会在夏某伟内幕交易“精工科技”案(证监会[2009]26号)行政处罚决定中明确指出,当事人决策受多种因素影响,部分情况下,当事人基于市场传言、个人分析等因素,已关注相关证券,然后再通过相关渠道刺探内幕信息;部分情况下,当事人先获知内幕信息,然后再分析证券基本面、技术面。无论哪种情形,只要知悉内幕信息是影响当事人交易决策的因素之一,即可认定当事人构成内幕交易。

#### 四、接受建议者的交易是否构成内幕交易

内幕信息知情人(或者非法获取内幕信息的人)建议第三人买卖股票,第三人据此实施了证券交易时,第三人的交易是否构成内幕交易呢?一种观点认为不构成,理由为第三人系根据他人建议买卖,而非依据内幕信息买卖。另一种观点认为可以构成,即在符合特定条件情形下,可以认定接受建议者的证券交易构成内幕交易。

证监会作出的行政处罚案例中既有处罚接受建议者的情况,也有不处罚接受建议者的情况。证监会2000~2023年前三季度涉及“建议他人买卖”的行政处罚决定有24份,其中11份认定接受建议者的交易构成内幕交易,13份未认定接受建议者的交易构成内幕交易。认定接受建议者的交易构成内幕交易的11份行政处罚决定中,4份有直接证据证明接受建议者同时非法获取了内幕信息,其余7份虽没有直接证据证明接受建议者非法获取了内幕信息,但接受建议者交易明显异常,且无法做出合理解释。以苏某龙、梁某内幕交易“和佳股份”案(证监会[2015]1号)为例,苏某龙为上市公司董事会秘书,知悉上市公司2012年度分配股利和增资计划,在内幕信息公开前与朋友梁某电话联系并短信建议梁某买入“和佳股份”。梁某此后异常交易“和佳股份”

(包括新开账户交易、转入大量资金全部用于购买“和佳股份”等)。基于上述情况,证监会推定接受建议的梁某构成内幕交易。又如在徐某、尤某峰内幕交易“鑫茂科技”案(证监会〔2022〕23号)中,徐某为上市公司鑫茂科技实际控制人、董事长,知悉上市公司重大资产重组事项,尤某峰知悉徐某身份。内幕信息公开前,尤某峰和徐某多次打电话、见面,交流鑫茂科技情况,询问鑫茂科技怎么样。徐某表示“鑫茂科技”股票价格比较稳,可以买一些。此后,尤某峰通过配资,利用他人账户在内幕信息敏感期内大量买入“鑫茂科技”股票。从证监会相关行政处罚案例不难看出,在没有直接证据的情况下,判定接受建议者是否构成内幕交易的核心因素,乃是接受建议者的交易是否异常。

笔者认为,证监会之所以采取“异常交易的接受建议者的交易可以推定构成内幕交易”的执法思路,原因有二:一是正常情况下,接受建议者在接受内幕信息知情人(或者非法获取内幕信息的人)推荐时,会询问推荐理由。内幕信息知情人此时如实告知内幕信息是大概率事件。二是契合推定内幕交易的认定思路。正如前文所言,根据内幕交易推定规则,若与知悉内幕信息的人联络、接触的主体,证券交易异常且不能作出合理说明,即符合推定内幕交易的条件。依据前述推定规则,在接受建议者既有与知悉内幕信息的人联络、接触,又有交易异常情形,可以推定其交易构成内幕交易,除非其能够作出合理说明或者提供证据排除。因此,推定交易异常的接受建议者构成内幕交易,符合一贯的执法逻辑。反之,如果我们不将交易异常的接受建议者的交易认定为内幕交易,则将出现逻辑悖论,即对于同样的“内幕信息知情人与第三人联络、接触,且第三人交易异常”情形,若当事人承认存在“建议买卖”行为,则第三人可凭借“接受建议者”身份免责;若当事人否认全部事项(包括泄露传递或建议买卖),则第三人将依据推定规则被认定为内幕交易者。这显然是不合理的。综上,对交易异常的接受建议者而言,除非其能够作出合理说明或者提供证据排除,否则证监会可以将相关交易认定为内幕交易。

## 五、共同内幕交易的证明

共同内幕交易在证监会行政执法中并不鲜见。证监会 2000 ~ 2023 年前三季度共对共同内幕交易作出 62 份行政处罚决定。无论是《行政处罚法》《证券法》,还是《证券期货违法行为行政处罚办法》(证监会令第 186 号),都未对共同违法作出规定,更遑论对共同违法的构成要件制定具体规则。因缺乏关于共同违法的法律规定,对共同内幕交易行政违法行为的认定,通常借鉴《刑法》第 25 条对共同犯罪的规定(共同犯罪是指二人以上共同故意犯罪)。

行政处罚案例显示,证监会在共同内幕交易的认定上采取了主客观一致原则,既要证明当事人有共同内幕交易的故意,也要证明当事人共同实施内幕交易行为。执法实践中,夫妻共同内幕交易是最常见的共同内幕交易情形,证监会 2000 ~ 2023 年前三季度共有 27 份行政处罚决定涉及夫妻共同内幕交易。除夫妻关系外,父子关系、父女关系、兄弟关系、男女朋友关系亦是共同内幕交易的常见情形,这符合一般生活经验。需要指出的是,身份关系虽是认定共同内幕交易的“突破点”,但单独的身份关系尚不能推导出当事人之间存在共同内幕交易,还需其他因素予以补强,诸如交易的分工、资金的往来、收益的分配等,以庄某星、彭某娟内幕交易“中天科技”案(天津局[2022]5号)为例,当事人庄某星、彭某娟除具有夫妻关系外,还共同决策交易了“中天科技”股票,其中庄某星在内幕信息敏感期内与内幕信息知情人联络、接触,彭某娟则使用家中台式电脑操作账户进行交易。

共同内幕交易区别于单独内幕交易,关键点在于当事人之间存在分工、协作、配合,而非“一方泄露信息,一方内幕交易”,亦非“一方决策,一方执行”。执法实践中,“分工协作,共担风险,共享收益”是共同内幕交易的典型形态。比如在李某杰、吴某模内幕交易“\*ST中富”案(证监会[2021]93号)中,李某杰作为内幕信息知情人,在内幕信息公开前向吴某模推荐买入“\*ST中富”,经吴某模同意后,由李某杰操作吴某模借用的账户下单买入“\*ST中富”。李某杰、吴某模二人约定分

享交易收益,其中李某杰分取收益的5%。该案中,两名当事人具有利益诉求的同一、交易决策的协商、下单操作的分工等证据证明二人有共同的主观故意,相关行为构成共同内幕交易。

执法实践中,因内幕交易本身的隐蔽性,证监会多数情况下难以获取证明存在共同故意的直接证据,故常常综合间接证据认定(推定)当事人共同内幕交易。总体而言,证监会通过“密切身份关系+其他补强因素”综合认定(推定)共同内幕交易。比如汪某元、汪某净内幕交易“健康元”案(证监会〔2020〕10号)中,证监会综合汪某元、汪某净的父女关系,汪某元与涉案账户之间的资金关系,交易终端信息重合程度,汪某元与内幕信息知情人联络、接触情况,汪某元、汪某净共同控制使用涉案账户情况,汪某净操作涉案账户情况等因素,认定汪某元、汪某净父女二人构成共同内幕交易。

内幕交易本身的隐蔽性,加上共同违法的法律空白,再叠加推定认定的争议,让“推定共同内幕交易”常处于“风口浪尖”。证监会作出的共同内幕交易行政处罚决定中有13份后续发生行政诉讼。法院在马某海、李某内幕交易“新开普”案(山西局〔2020〕6号)等行政判决中,对共同内幕交易初步确定以下裁判观点:一是共同内幕交易的认定,可以从身份关系是否密切,是否存在高度的利益趋同,是否实施了与内幕信息相关的交易行为三个方面予以考量;二是共同内幕交易中,行为主体一方不以知悉违法行为全貌、参与违法行为全部环节为必要,只要其对行为整体性质、手段、目的存在共同违法之认可即可。

笔者认为,共同内幕交易的认定宜秉持审慎原则,既注重当事人之间的身份关系、联络接触情况、资金往来、各自实施的行为等客观证据,也注重当事人的陈述、证人证言等主观言辞,作出合理认定。监管执法既要避免因共同故意证明标准过高而使当事人逃避制裁,又要避免因证明标准过低而使共同内幕交易泛化。

## 六、违法所得认定争议

根据《证券法》第220条的规定,违法所得可以优先用于承担民事

赔偿责任。证监会及财政部公布的《关于证券违法行为人财产优先用于承担民事赔偿责任有关事项的规定》(证监会、财政部公告〔2022〕40号)进一步细化了相关规则。因此,违法所得的认定不仅与行政执法相关,亦与民事赔偿相关。违法所得的认定又是证监会执法实践中争议最多的问题之一,现选取其中具有代表性的争议予以分析。

其一,利好型内幕信息公开前卖出证券的获利,是否纳入违法所得。有观点认为,若当事人在利好内幕信息公开前,已将违法买入的证券卖出,那么此时证券价格理论上尚未受到内幕信息影响,故相关获利与内幕信息无因果关系,不应纳入违法所得。证监会在行政处罚中的做法与该观点不同,即当事人在利好内幕信息公开前卖出证券的获利,仍将被纳入违法所得。比如在郑某武内幕交易“同方股份”案(北京局〔2023〕3号)中,当事人郑某武在内幕信息公开前,已卖出全部内幕交易买入的股票,获益近238万元。北京证监局将该238万元认定为违法所得并依法予以没收。

其二,内幕交易获利归属于第三人的,是否影响违法所得的认定。证监会行政处罚决定显示,内幕交易获利无论是归属于内幕交易者本人,还是归属于第三人,均不影响违法所得的认定。换句话说,即使内幕交易者是为了第三人利益而实施内幕交易,交易的获利仍属于违法所得。例如在施某华内幕交易案(证监会〔2021〕77号)中,施某华代理操作部分账户,证监会将施某华在内幕信息敏感期内操作账户买入涉案股票的获利,纳入违法所得。又如穗富投资内幕交易“国农科技”案(证监会〔2017〕92号)中,穗富投资利用其担任投资顾问的产品账户进行内幕交易,相关交易获利同样被认定为违法所得。

其三,计算违法所得时是否扣除其他市场因素对证券价格的影响。证券市场中影响证券价格的因素众多,除内幕信息之外,还有市场基本面、行业板块趋势、发行人基本面、市场情绪等诸多因素。证券价格的变动是诸多因素共同作用的结果。那么,证监会在计算内幕交易违法所得时,是否扣除其他市场因素的影响呢?答案是否定的。例如在中程租赁有限公司内幕交易“新海宜”案(证监会〔2021〕50号)中,当事人获知上市公司利空信息后卖出“新海宜”以避免损失。听证时,当事人要求扣除市场、大盘等系统风险造成的股价下跌。证监会明确回应

称“计算违法所得时不予扣除市场、系统风险等因素”。又如在章某杰内幕交易“大东方”案(四川局〔2023〕1号)中,当事人提出计算违法所得时须剔除上市公司披露的重大资产重组事项(非涉案内幕信息)对股价的影响,四川证监局亦未予采纳。

其四,利用利好内幕信息买入的证券尚未卖出(尚未全部卖出)的,相关账面获利(亏损)是否纳入违法所得。证监会对当事人尚未卖出的非法证券,统一计算账面盈亏[以利好内幕信息公开后(证券复牌后)证券价格收盘价打开涨停日的收盘价计算]并纳入违法所得。比如在周某超内幕交易“创世纪”案(广东局〔2023〕9号)中,当事人利用内幕信息买入的证券全部未卖出,相关违法所得全部是账面获利。文某刚内幕交易“大唐电信”案(北京局〔2022〕12号)亦是类似情况。

笔者认为,理解证监会在违法所得上的认定思路,关键在于理解违法所得认定与内幕交易的因果关系。证监会构建的因果关系乃是“只要是利用内幕信息买入的证券,无论何时卖出,相关获利都计入违法所得”,而非“内幕信息对证券交易获利贡献多少,违法所得就是多少”。掌握了这个逻辑起点,自然就可以理解为何证监会将“内幕信息敏感期内卖出证券的获利”和“内幕信息公开很久之后卖出证券的获利”都纳入违法所得。同样也可以理解违法所得计算为何不剔除其他市场因素的影响,甚至可以理解证监会为何要对当事人根据“无疾而终”的重大事项实施的内幕交易计算违法所得。

(编辑:徐安安 姜沅伯)