

doi: 10.3969/j.issn.1007-6522.2018.01.010

我国内幕交易案件特征与监管缺陷

——基于1998至2016年执法案件的思考

李寿喜, 汤鸯平

(上海大学管理学院, 上海 200444)

摘要: 该研究采集了1998至2016年中国证监会发布的关于内幕交易案件的所有处罚公告和法院判决,从内幕交易主体、内幕信息的界定、内幕交易的行政处罚、追究责任类型以及监管部门的执法效率这五个层面分析了我国内幕交易案件的主要特征及监管机制存在的漏洞。近年来,我国内幕交易案件呈快速增长的态势,“公司内幕人员”是案发的主要群体,“非法获取内幕信息的人”实施的案件数目剧增,并购重组是内幕交易的“重灾区”。但是,内幕交易发现概率低,执法周期长,总体处罚力度偏低,并且主要以行政处罚为主,刑事处罚较少,民事责任追究极少。因此,应尽快完善内幕交易相关的法律制度,同时加大发现的概率以及惩戒的力度。

关键词: 内幕信息; 内幕交易主体; 行政处罚; 刑事处罚; 民事诉讼

中图分类号: F832.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1007-6522(2018)01-0107-14

中国证券市场发育时间较短,因监管机制的缺失而带来内幕交易的泛滥已成为危及中国资本市场健康发展的痼疾。^[1]所谓内幕交易,是指某些人借助特权获得关于某一重要事项的“秘密信息”,在股票市场提前进行交易以获得利润或避免损失的行为,这一行为损害了资本市场的信息公平,使缺少“内部信息”的投资者在买卖股票时处于严重的

信息不对称。^[2]快速发展的资本市场一方面为众多企业提供了较好的融资平台,但由于相关立法和监管制度的缺陷也带来一系列内幕交易和股价操纵等违规问题。

从1998年开始,中国首次对内幕交易行为实施公开处罚,并发布了处罚公告。本文对自1998年至2016年所有的证监会关于内幕交易的行政处罚公告和相关的法院判决

收稿日期: 2017-06-01

作者简介: 李寿喜(1966-),男,安徽桐城人。上海大学管理学院会计系副教授,中国社会科学院经济研究所博士后,研究方向为:公司治理与审计、内幕交易与市场操纵问题。

汤鸯平(1994-),女,浙江宁波人。上海大学管理学院硕士研究生,研究方向为:公司治理与审计及内幕交易问题。

进行全面的分析,探讨我国内幕交易案件的主要特征,考察我国关于内幕交易监管机制存在的缺陷,以便提出改进的建议。

一、内幕交易主体的特征与监管缺陷

禁止内幕交易行为的实质在于抑制信息不对称对资本市场资源配置效率的影响,从而维护证券市场的公平、公正、公开的原则。内幕交易主体的认定是内幕交易行为监管的关键。^[3]根据我国《证券法》相关规定,内幕交易主体可分为“内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人”,其中“内幕信息知情人”又可分为四类:公司内幕人员、业务内幕人员、政府内幕人员和其他内幕人员。

(一) 内幕交易主体的特征

通过对217起(从1998年查处的我国第一起延中实业内幕交易案至2016年末)行政案件以及近几年出现的30起刑事案件主体的专项统计发现:在我国证券市场查处的内幕交易案件中,内幕信息知情人实施的内幕交易共148起,占全部案件的59.92%,非法获取内幕信息的人实施的内幕交易79起,两者兼有共20起(见图1)。可见,我国证券市场仍以法定的内幕人员为主,其中公司内幕人员实施的内幕交易最多(83件),比重为56.08%,业务内幕人员和政府内幕人员分别为10起和11起,其他类型的内幕人员实施的案件数为44起(见表1)。

值得注意的是,公司内幕人员中高管实施的案件共75起,占公司内幕人员的90%,占全部案件的30.36%。非法获取内幕信息的人实施的案件中绝大多数是内幕知情人亲属及联系密切人员(约95%)。

上述统计结果表明,公司内幕人员如公司高管、大股东仍然是我国证券内幕交易的

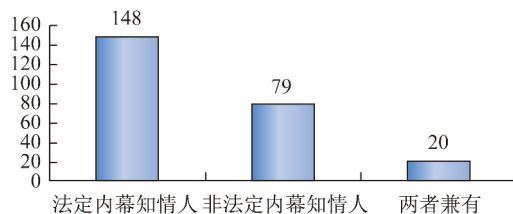


图1 内幕交易主体分布图

表1 法定内幕知情人分类统计

| 内幕主体类型 | 比率 |
|--------|--------|
| 公司内幕人员 | 56.08% |
| 业务内幕人员 | 6.76% |
| 政府内幕人员 | 7.43% |
| 其他类型 | 29.73% |
| 合计 | 100% |

主体,这与蔡奕^[4]的研究结果大致相同。因而,以上市公司相关人员为核心的内幕信息知情人群体是法律监管的重点。但是,近年来,非法获取内幕信息的人实施的案件数日益增长,表明内幕交易的作案手法越来越隐蔽,内幕主体涉及的范围越来越广泛。

(二) 内幕交易主体的监管缺陷

1. 内幕人员界定“以偏概全”

我国《证券法》第四节“禁止交易行为”中第73条对内幕交易的主体分类为“内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人”。在此基础上,《证券法》第74条补充了“内幕信息知情人”的具体内容,但并未详细规定“非法获取内幕信息的人”。根据第74条相关规定,“内幕信息知情人”可分为四类:一是公司内幕人员,是指基于在公司任职或工作关系而获得公司内部消息的人,包括公司的董事、监事、高级管理人员、持有公司5%以上股份的股东、公司的实际控制人、发行人控股的公司及其董监高、由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员,即第74条前4项规定的人员;二是业务内幕人员,是指与公司没有隶属关系,但由于其业务或职业而

获得上市公司内部消息的人,包括保荐人、承销股票的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员,即第 74 条第 6 项规定的人员。除此之外,还有发行人聘请的会计师、律师、银行工作人员等也属于业务型内幕人员;三是政府内幕人员,是指政府机构中实施管理和监督职能而能够接触或获得公司内幕信息的人,包括证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员,即第 74 条第 5 项规定的人员;四是国务院证券监督管理机构规定的其他人员。

随着内幕交易主体从“内幕信息知情人”向“非法获取内幕信息的人”扩散,2012 年最高人民法院、最高人民检察院发布了《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》(以下简称《内幕交易司法解释》),明确规定了“非法获取内幕信息的人”具体内容。具体可分为两类:一是采用非法手段获取内幕信息的人,如窃取、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;二是内幕信息知情人亲属及密切联系人员。

对“内幕信息的知情人”和“非法获取内幕信息的人”两类人员的原则性划分奠定了我国证券内幕交易主体的基本构成。“内幕信息知情人”即法定内幕人员,“非法获取内幕信息的人”为非法定内幕人员。两者区分的最大意义在于:前者承担更严格的举证责任,而后的举证责任主要在稽查方。前者知悉内幕信息,稽查机关只要查证其在内幕信息敏感期交易相关股票,即可认定为内幕交易,除非其有证据证明未交易相关股票;对于后者,稽查方需查证其在获悉内幕信息的情况下交易相关的股票。

国外越来越多的国家关于内幕交易主体

的认定不再局限于公司和同公司有密切接触的相关物理空间范围的人员,而是关注所有利用上市公司未公开信息进行股票买卖的人员。因此,内幕交易主体的认定不仅可以约束那些因工作便利自然获得公司内幕信息的人员,更能打击那些仅仅为了买卖股票获利或减少损失而有意通过不法手段获得内幕信息的人员。^[5]因此,我国在立法时采用列举的形式定义内幕人员存在以偏概全的嫌疑。

2. 关于内幕交易主体的认定不完整

通过对比我国法律规定与内幕交易案件的实施主体,发现目前《证券法》对于内幕交易的主体认定存在严重漏洞:(1)我国《证券法》未明确规定“非法获取内幕信息的人”这一类主体,但近年来这类主体实施的案件数剧增。虽然在 2012 年公布的《内幕交易司法解释》中进行了补充规定,但在《证券法》中未明确规定,导致对“非法获取内幕信息的人”加以监管的法律权威性不足。(2)我国的法案并没有将上市公司自身列入内幕知情人行列,“张家界案”和“济南轻骑案”都是上市公司通过回购自身公司股票的形式实施内幕交易。虽然截至 2016 年查处的案件中只有两起案例,但在司法实践中存在许多公司利用未公开的内幕信息从事内幕交易活动,这类拥有内幕信息的主体从事内幕交易行为未受到严格的限制。(3)中介公司及相关人员、银行等结算机构未列入内幕知情人行列。并购重组中收购资产以及借壳上市这两类业务都存在较多的中介机构参与,同时商业银行等金融机构的相关人员也有可能获得内幕信息并实施内幕交易,这两类主体未受到有效的监管。(4)法案中与内幕信息相关的政府人员仅仅包含证券监督管理机构工作人员,未列入其他各级政府人员。从内幕交易案件来看,上市公司的投资、融资项目立项、

产品质量、安全与环保等测评通常要向政府部门申报或接受审批和评价,相关的政府人员很容易因工作便利直接或间接获悉上市公司内幕信息,或者公司人员通过贿赂的方式将内幕信息传递给政府高官以获取政策上的优惠。甚至还存在政府人员提前知悉政策性内幕信息,并以此为渠道向上市公司寻租索贿,这是一种新型的腐败形式。本文统计的案件中,政府人员从事内幕交易的共有9起,从南京市经委原主任刘宝春、中山市原市长李启红,到证监会原副主席、国家开发银行原副行长王益,政府官员从事内幕交易的案件屡见不鲜。^[6]此类内幕交易主体应当给予高度关注。

二、内幕信息形成特征及其监管存在的漏洞

纵观统计的247起案例,所有的内幕交易都是围绕着内幕信息而产生的,内幕交易认定的核心问题:什么是内幕信息,内幕信息具有哪些特征。下文将从我国内幕交易的案发特征与监管缺陷这两个角度分析。

(一) 内幕信息形成特征

我国的资本市场充斥各种小道消息,内幕交易频发。为了分析我国内幕交易中内幕信息的特征,本文通过自1998至2016年连续19年大样本的数据统计,将内幕信息划分为并购重组、重大投资项目、债务重组、股权变化、分配股利及增资计划、订立重要合同、定期报告、其他信息共八大类,对247个样本进行了统计分析(见图2)。统计结果发现:被查处的案件中近7成(69.12%)的内幕信息属于并购重组,这充分证明了并购重组领域是内幕交易的“重灾区”;分配股利及

增资计划占比15.21%;重大项目投资占比8.76%。这一统计结果与证监会的调研结果相一致,并购重组一直以来是学者研究内幕信息领域的重点,也是资本市场上投资者最为关注的消息。我国颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司信息披露管理办法》明确规定了禁止任何单位和个人利用重大资产重组信息从事内幕交易、操纵证券市场等违法活动,内幕知情人有义务在重大资产重组的股价敏感信息依法披露前负有保密义务。^①此外,分配股利中的分红派现转增,即高送转,也引起了广泛的关注。这两类信息向资本市场传递了公司未来价值可能高增长的信号,股价对此高度敏感,内幕交易主体利用此类内幕信息获取的利益巨大,成为内幕交易的“重灾区”。截至2016年,所有被查处的内幕交易案件均只涉及经营方面的内幕信息,尚未包括政策方面的内幕信息。如2015年某些机构投资者利用“国家队”救市的内幕信息进行套利交易。

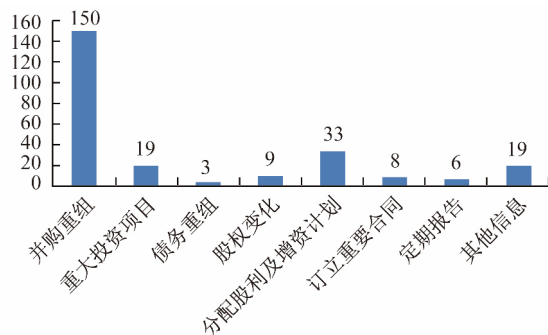


图2 内幕信息类型分布图

(二) 关于内幕信息的监管存在漏洞

1. 内幕信息界定缺乏柔性

由于立法传统和历史渊源的不同,中美

^①2014年7月7日中国证券监督管理委员会第52次主席办公会审议通过《上市公司重大资产重组管理办法》。

两国对于内幕信息的认定存在显著差异。美国法案中并未明确规定内幕信息的含义,而是通过判例法来详细界定内幕信息的范围,主要特征为重大性和秘密性。^[7]我国对内幕信息的认定采取了综合式的立法方式,即概括式定义为主,列举式定义为辅,两者相辅相成。这种方式既避免了概括式定义太过抽象,又避免了仅采用列举方式所带来的遗漏现象,但在实务中缺乏柔性。

我国《证券法》第75条对内幕信息给予了概括性的定义:证券交易活动中,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,在第67和75条中列举了18种内幕信息。我国《刑法》第180条第3款规定内幕信息的范围依照法律、行政法规的规定确定。《证券法》和《刑法》对内幕信息的规定保持一致,内幕信息的定义中两个关键词“重大”和“非公开”,体现出内幕信息主要特征为重大性和非公开性,这与美国相一致,但在判断“重大性”的程度以及“非公开”的界定上存在不同。美国在重大性的认定上采用概括式的立法,确定了基本的标准,法官可以在个案中灵活应用;我国采用概括加列举的立法方式,司法实务中具有更强的指导性,但缺乏柔性。两国立法各有利弊。从我国当前的基本国情以及立法习惯层面分析,概括加列举的方式更加适合我国当前的司法环境。然而在内幕交易的司法实务中,判断某项信息是否为内幕信息是一个法律和事实相结合的问题,需要考虑诸多方面。^[8]由于柔性不足,导致我国《证券法》等法规关于内幕信息的监管经常落后于现实。

2. 缺少对政策性与利空型内幕信息的关注

我国法案中对于内幕信息的定义不仅缺乏一定的柔性,还缺乏对政策性的内幕信息

的界定,导致利用政策性内幕信息进行证券买卖的行为未得到有效遏制。本文通过统计内幕交易处罚案件发现,被查处的案件主要涉及企业经营方面的内幕信息,包括收购资产和项目投资、股利分配计划、股权结构变化、公司经营情况等,几乎没有政策方面的内幕信息。企业经营性信息主要影响单个公司股票价格,而政策性内幕信息可能影响多家上市公司或所有的公司。我国的资本市场对国家宏观政策信息极为敏感,例如中国人民银行关于存贷款利率的调整、人民币汇率改革政策、政府关于股票交易印花税的调整、政府关于“雄安新区”规划政策等信息对股票市场的影响都非常重大,有些机构和个人利用各种便利条件,提前获取相关政策性内幕信息,进行证券交易,牟取暴利。然而,截至2016年,在我国关于内幕交易的处罚案件中,还没有关于利用政策性内幕信息进行交易而受到查处的案例。在资本市场中,投资者往往在政府发布利好消息时实施做多策略,如下调银行存贷款利率、下调印花税率、引导养老金入市等;在政府发布利空消息时实施做空策略,如上调银行存贷款利率、上调印花税率、查处非法资金入市等。无论是好消息还是坏消息,都会对证券交易价格有显著的影响,因此,在政府未公开披露前都属于内幕信息。如若政府内幕信息知情人提前获悉政府决策的内幕信息,如雄安新区规划等,提前进行证券买卖,都会损害其他投资者的利益,违背资本市场公平、公开、公正的原则。

此外,我国现行关于内幕交易的监管主要集中于利用内幕信息提前买入股票的行为,但对利用利空的内幕信息提前实施做空策略的行为未进行有效的监管。通常情况下,机构投资者或者自然人大户由于具有资金优势和信息优势,更容易通过调研或其他

便利途径提前获悉利空内幕信息,如企业即将发布亏损财务报告、企业大股东或高管违法违规被立案调查或逮捕,企业因产品质量或环保安全等责任问题被起诉等等,故更可能提前实施做空策略来营利或卖出股票来止损。而其他中小投资者因不知晓上述内幕信息买入即将发布坏消息的股票,当坏消息公布时股票价格会下降,导致处于信息弱勢的投资者利益被侵蚀。我国《证券法》列举了利空消息的几种情况,但在具体执法过程中,对利用利空内幕信息提前实施做空策略或卖出股票止损的行为,未实施全面有效的监管,很少被立案调查,最终受到处罚的更少。如至2016年,仅有3起案件受到查处,包括光大证券、向日葵、渝三峡A。

三、内幕交易处罚金额的特征与监管缺陷

违法所得是影响内幕交易定罪量刑的重大因素,包括犯罪所得和一般违法所得。然而,违法所得判定的难度、计算的复杂性是证券监管领域的世界性难题,其中,在违法所得计算中对市场因素的处理更是核心的难点之一。^[9]

(一) 内幕交易处罚金额的特征

本文采集了截至2016年所有关于内幕交易的处罚公告和法院判决书,其中《行政处罚决定书》共217个,《刑事判决书》共30个,从中提取了违法所得、罚款与罚金、市场禁入等相关数据,剔除数据不全的记录,共有189个样本。统计发现,中国关于内幕交易处罚金额具有以下特征:

1. 内幕交易违法所得呈逐年上升的态势

经过系统分析得出,1998年至2016年末,内幕交易违法所得合计91 042.59万元,其中涉及行政处罚160起案件的平均违法所得金额为223.64万元,扣除光大证券案件的

巨额违法所得后均值为169.13万元,涉及刑事处罚的案件,平均违法所得为1 905.54万元,扣除黄光裕等人的中关村案件的巨额违法所得,均值为850.37万元。由此可见,刑事案件的平均违法所得远远高于行政案件。

在行政处罚中,2013年的平均违法所得金额最多,扣除光大证券案件的违法所得后,整体上呈逐年递增的趋势,2013年较前年增加了2倍之多,2016年猛增到364万元(见图3),这可能与2012年6月颁布的《内幕交易司法解释》中明确界定了“非法获取内幕信息的人”有关。

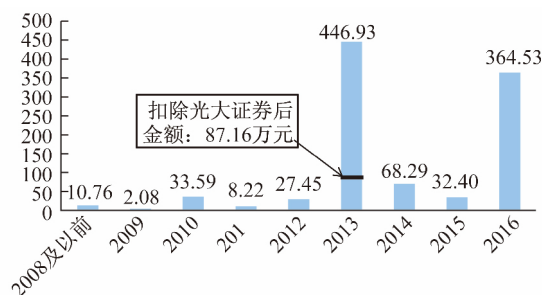


图3 行政处罚中历年违法所得平均值统计

在案件违法所得的区间分布上,违法所得在1 000万元以下的案件占全部样本的67.61%,亏损的案件为34起,止损的案件仅有3起。总体上看,我国内幕交易处罚力度较美国等发达国家低,还不足以威慑内幕交易行为的发生。这主要是因为我国证券法立法落后,不能适应资本市场快速发展的需要,证监会的监管权威性和独立性都不足。

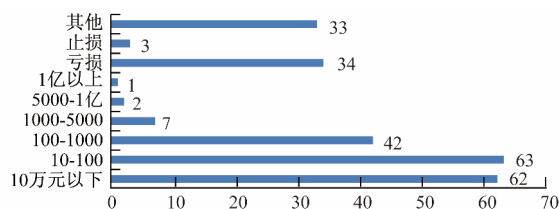


图4 内幕交易违法所得分布图

2. 内幕交易处罚力度总体偏低

当前,我国对内幕交易主体实施罚款金、市场禁入和有期徒刑三种制裁方式。据初步统计发现:内幕交易的处罚金额合计161493.73万元,其中行政罚款均值为370.47万元,扣除光大证券案的巨额罚款后均值为156.42万元,处罚力度不到一倍;刑事罚金均值为2876.30万元,扣除黄光裕等人的中关村案件的巨额罚金后,所得均值为906.52万元,处罚力度为一倍。从案件处罚金额的分布角度看,近四成的案件处罚金额在10—100万元之间,10万元以下占比27.13%,整体呈“巨额罚款少,中小罚款多”的分布(见图5),这与违法所得的分布相一致。在行政处罚中,处罚力度普遍在一倍左右,其中2009年乐山电力案的处罚力度为三倍,2010年大成股份的处罚金额仅为违法所得的1/37,2013年的光大证券案处罚力度为五倍,这三个案件的异常处罚情况导致这三年的数值偏离其他年份处罚力度的平均值(见图6)。

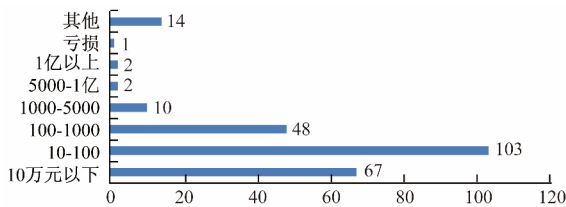


图5 内幕交易处罚金额区间分布图

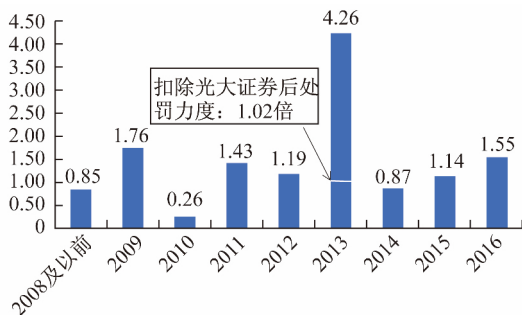


图6 行政处罚力度分年度统计

单位从事内幕交易的经济处罚情况如下,直接负责人员和其他直接责任人员罚款平均值在11万元左右,处于法律规定处罚范围的最低水平。根据市场禁入的专项统计,行政处罚决定书中涉及市场禁入的案件共有11起,仅占行政案件的5.07%。随着内幕交易行为日益复杂和隐蔽,“非法获取内幕消息的人”实施的案件日益上升,占总案件的四成(92起),但是仅有18起案件主体因泄露或者建议他人买卖股票被处罚,平均处罚金额仅为12.78万元,处于法律规定处罚范围的最低水平。

(二) 关于内幕交易经济处罚存在的漏洞

1. 较少依法实施顶格处罚

我国对内幕交易有明确处罚标准,法案中明确规定了以违法所得为标准视情节的轻重处以没收违法所得、罚款、市场禁入、罚金和有期徒刑。我国《证券法》第102条明确规定,“内幕知情人”或“非法获取内幕消息的人”在内幕消息敏感期内买卖股票、泄露信息、建议他人买卖股票,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,单位从事内幕交易对单位直接负责人处以三万元以上30万元以下的罚款。对于从事内幕交易违法行为,情节严重或者获取违法所得数额特别巨大,可以采取一定期限内市场禁入或者终身市场禁入的措施,市场禁入期间不得从事任何证券业务或担任上市公司董事、监事、高级管理人员职务。我国《刑法》第180条规定了内幕交易、泄露内幕信息罪的“情节严重”才构成犯罪,“情节特别严重”适用第二档加重法定刑。《内幕交易司法解释》中将违法所得作为量化“情节严重”“情节特别严重”的重要指标。将获利或者避免损失数额在

15 万元以上的视为“情节严重”,适用《刑法》第 180 条第一档定刑,满足刑事案件量刑的标准。然而统计发现,内幕交易案件平均违法所得金额远远高于 15 万元,大多数内幕交易都属于“情节严重”的犯罪,但仅仅简单地处以较低金额的行政处罚,未依照法律规定实施市场禁入或五倍顶格罚款或刑事处罚,内幕交易违规收益远远大于违规成本,这导致了我国证券市场上内幕交易屡禁不止。

2. 泄露内幕信息和建议内幕交易行为未得到应有惩处

我国《刑法》第 180 条将内幕交易、泄露内幕信息罪分为三种行为模式:内幕交易行为、泄露内幕信息行为、建议内幕交易行为。^[10]因此,在资本市场违法活动中,除了直接从事内幕交易的大量犯罪行为,还存在泄露与建议内幕交易的间接犯罪行为,监管部门需要调查内幕知情人是否存在主观性的泄露与建议他人内幕交易的行为,并进行惩处。虽然我国相关法律对于上述行为有明确的规定,但“泄露”和“建议”带有一定的主观认定色彩,法律上对此并未进行明确的界定,在调查过程中很难把握。此外,罚金数额是按照因泄露而获悉内幕信息人员或者被明示、暗示人员从事内幕交易的违法所得计算,但信息传递有着多层次与多环节的特征,增加了调查的难度。^[11]泄露内幕信息和建议内幕交易行为的违规证据难以采集,调查难度很大,违法所得不易计算,这都导致现行泄露内幕信息和建议内幕交易行为的犯罪活动未得到应有的惩处。

四、内幕交易的法律责任类型与监管缺陷

在成熟的资本市场中,内幕交易的行政、民事和刑事责任“三足鼎立”,构成内幕交易监管的三大支柱。我国资本市场发展二十多年来,内幕交易的法律责任逐步由行政向刑

事转化,其中极少数案件涉及民事诉讼。

(一) 内幕交易的法律责任类型

行政处罚的主要目的是维护社会秩序;刑事处罚的主要目的是惩戒违法行为;民事处罚的主要目的是保障合法者利益,三者互相补充。^[12]

首先,从行政角度来看,行政处罚的主要功能不在于惩罚,而在于对市场参与者加以规训,以维系良好的市场秩序。从法理层面来说,无论是量刑的标准还是处罚的力度,行政处罚程度都低于刑事处罚。由于行政处罚特有的直接性、有效性、经济性,美国等发达国家也将行政处罚作为内幕交易行为规制的常用手段。我国更是将行政监管作为首要的监管手段,对于内幕交易行政责任的规定也最为详细,实施行政处罚的案件数也最多。

其次,从刑事责任角度来看,刑事处罚是对内幕交易行为最严厉的处罚。在资本市场发展早期,刑事处罚并未纳入内幕交易的处罚手段中,但随着资本市场的发展和金融监管的需要,越来越多的国家引入刑事处罚来有效遏制日益泛滥的内幕交易行为。美国的《证券交易法》《内幕交易制裁法》和《内幕交易和证券欺诈执行法》三者较好地对内幕交易主体的刑事处罚予以规范,为治理日益猖獗的内幕交易行为提供了充分的制度保障。我国刑法中对内幕交易罪采用刑法典形式立法,虽然保证了法律的稳定性,但过于泛泛而谈,缺乏可操作性。

最后,从民事责任方面来看,美国在最初规制内幕交易时重行政责任和刑事责任,轻民事责任,但是行政处罚和刑事处罚之前都要花大量时间采集违规证据,而内幕交易的隐蔽性又导致调查时间过长,不能及时遏制日益猖獗的内幕交易行为。而民事诉讼是基于侵权所带来的损失而立案,并可通过举证

倒置和诉讼和解来化解诉讼风险, 规制效率高。因此, 美国等发达国家越来越注重通过民事诉讼机制的完善来抑制内幕交易行为的泛滥。我国《证券法》第 76 和 232 条提及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, 当其财产不足以同时支付时, 先承担民事赔偿责任。2011 年 2 月颁布的《民事案件案由规定》有关的“证券欺诈责任纠纷”中将“内幕交易责任纠纷”排在首位, 这表明内幕交易的民事诉讼问题已经引起了立法人员的高度关注。

(二) 内幕交易法律责任的现状

从统计数据看, 我国主要采取行政处罚的方式规制内幕交易, 刑事处罚案件数量位居第二, 涉及民事赔偿成功立案仅有 4 件 (见表 2)。根据证监会网站公布的《行政处罚决定书》统计, 从 1998 年至 2016 年证监会查处的内幕交易案件共 217 件; 根据各级法院公布的《刑事判决书》, 审结的内幕交易刑事案件共 30 件。

表 2 内幕交易处罚基本现状表

| 责任类型 | 案件数 |
|------|-----|
| 行政责任 | 217 |
| 刑事责任 | 30 |
| 民事责任 | 4 |

1. 行政处罚案件呈上升态势

总体上看, 内幕交易行政处罚案件数量呈上升的趋势, 尤其是 2011 年后查处案件数量剧增, 2015 年相比 2014 年有小幅的下降, 但在 2016 年猛增至 53 件, 这仅仅是已经结案的数量, 还不包括已经立案但尚未结案的内幕交易案件。据证监会披露, 内幕交易、操纵市场的行为在证监会调查的案件中所占比例逐年递增, 其中移送公安机关的案件占比明显上升, 成为当前监管的主要矛盾。^[13]

2. 刑事处罚案件呈上升态势

刑事处罚案件亦呈逐年上升的趋势, 2012 年至 2014 年增长速度迅猛, 2014 年刑事结案案件最多 (8 件), 2014 年之后有小幅的回落。这归功于 2012 年 6 月起实施的《内幕交易司法解释》中明确界定了“情节严重”和“情节特别严重”的标准, 明显降低了入罪门槛, 提高了打击内幕交易和泄露内幕信息罪的力度。

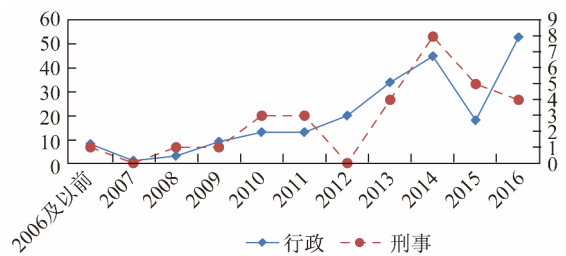


图 7 内幕交易行政责任与刑事责任分年度统计

3. 民事赔偿案件数目极少

通过公开的信息披露来看, 近二十多年来, 我国的内幕交易涉及的民事赔偿仅为 4 件, 具体如表 3 所示。值得注意的是 4 件涉及的民事赔偿案件中有 3 件投资者未获得赔偿。天山股份内幕交易案以原告撤诉方式结案, 大唐电信以及黄光裕的中关村案件以因果关系不成立被驳回的方式结案, 仅有光大证券案部分投资者获得民事赔偿。由此可见, 内幕交易的民事责任虽然作为规制证券市场行为、防范违法犯罪不可或缺的重要法律手段之一, 但受害者无法通过对内幕交易行为人的侵权责任的追究而获得有效的救济, 极大地损害了广大投资者的利益, 不利于我国资本市场稳定有序的发展。^[14]

(三) 内幕交易法律责任追究的机制缺陷

当前, 我国对于内幕交易处罚存在严重的失调性, 过于倚重行政处罚, 刑事处罚频度

表3 内幕交易民事赔偿情况统计

| 案件日期 | 内幕交易日期 | 案件名称 | 处理结果 |
|-------|------------|----------------------|---|
| 2008年 | 2004年6月10日 | 陈宁丰诉天山股份陈建良 | 该案是2005年《证券法》修订后最高人民法院允许因内幕交易而权益受损的投资者提起诉讼的第一起内幕交易民事赔偿案件。以“陈宁丰自愿撤回对陈建良的起诉”告终。 |
| 2009年 | 2007年4月16日 | 陈祖灵诉大唐电信潘海深 | 该案是首例以内幕交易证券民事赔偿判决方式结案的案例。判决结果是“潘海深关于陈祖灵诉讼请求所涉损失与其卖出大唐电信股票行为之间不存在因果关系的辩称成立”,“驳回原告陈祖灵对被告潘海深的诉讼请求”。 |
| 2012年 | 2007年8月13日 | 中关村(000931)股民诉黄光裕、杜鹃 | 北京市第二中级人民法院对该案做出一审判决,驳回原告诉讼请求。法院认定二原告要求黄光裕夫妇赔偿损失及利息等诉讼请求,缺乏事实和法律依据。 |
| 2015年 | 2013年8月16日 | 光大证券内幕交易民事赔偿案 | 该案是中国资本市场史上第一起投资者获得民事赔偿,在认定内幕交易与投资者损失的因果关系方面,采用推定因果关系的做法。 |

和力度严重不足,民事责任追究更是极度欠缺,这已经成为我国内幕交易有效规制的短板。

1. 民事赔偿立案条件严苛,“因果关系”认定困难

我国《证券法》提及了有关内幕交易的民事赔偿制度,表明民事赔偿优先于罚款罚金。然而在实务中,民事赔偿的立案条件过于严苛,内幕交易的受害人民事赔偿必须以行政处罚或者刑事处罚作为前提。由于内幕交易行为存在隐蔽性和取证难的特点,行政机关和公安机关办案时面临重重困难,立案调查的时间通常要几年之久。因此,民事诉讼不仅存在诉讼时效的问题,还可能因为缺少行政处罚的前置条件,或难以认定内幕交易主体的侵权责任与其损失之间的“因果关系”,而导致民事诉讼的失败。法律的界定不明、严苛的前提条件、过重举证责任等造成了内幕交易民事赔偿制度难以应用于实践。

2. 行政处罚与刑事处罚界限模糊

除了民事责任这块短板,刑事责任也

存在欠缺。我国《刑法》对内幕交易罪的界定采用了刑法典的形式(描述性语句),虽然保证了法律的稳定性,但过于泛泛而谈,不利于指导实践。目前《内幕交易司法解释》第6条对《刑法》第180条规定的“情节严重”的解释不能和《证券法》第202条规定的内容实现无缝对接,导致刑事与行政的范围界定不清晰。判断情节是否严重采用的是《内幕交易司法解释》中的规定,以成交额、期货保证金数额、获利或者避免损失额、从事内幕交易次数以及其他情况等作为认定内幕交易、泄露内幕信息是行政违法行为还是刑事犯罪行为的界线。但在国外,仅计算民事赔偿的金额就有:实际价值法、实际诱因法、差价法,不同的计算方式对应的证券成交额、获利或者避免损失额是不同的,遗憾的是《证券法》和《内幕交易司法解释》都未进行明确的规定。这也许是前文的统计结果中刑事案件的平均违法所得远远高于行政案件,中间差距巨大的原因。

五、内幕交易处罚周期的特征与监管缺陷

证券监管主要依托处罚手段对市场失效率行为进行惩处和校正, 监管的力度、执法的效率保障了证券市场的有序运作。通常情况下, 违法行为规模越大, 影响越恶劣, 涉及的群体越多, 需要采集的证据越多, 从发现线索到立案调查, 再到最终处罚, 所花的时间也越多, 监管难度也越大。^[15] 一般而言, 行为人从案发至结案有一定的时间间隔(处罚周期), 内幕交易的处罚周期长短与分布体现了我国内幕交易的执法效率现状。因此, 以时间间隔推断执法的效率, 查处时间间隔越长表明执法成本越高, 执法效率越低。

(一) 内幕交易处罚周期的特征

本文从处罚决定书和判决书中提取相关处罚文书的公布日与内幕交易时点的数据, 其中内幕交易时点为违法行为人首次利用内幕信息交易买入或卖出相应的股票, 剔除数据不全的样本共237个。虽然单个样本不具有代表性, 但基于不同期间内幕交易执法周期的比较可以判断证监会以及相关司法部门的执法效率的变化。根据统计结果, 内幕交易案件的平均处罚周期为27.41个月。2010年开始整体波动下降, 说明我国的执法效率在一定程度上得到了改善, 这与我国证券监管机制变革、内幕交易查处力度加大和执法手段不断创新有关。处罚周期在部分年份呈上涨趋势, 可能与违法行为人内幕交易手段日趋隐蔽、交易主体类型繁多导致违法证据采集困难, 处罚制裁难度不断加大有关(见图8)。统计样本中, 近五成的内幕交易案件的处罚周期在两年以上, 处罚周期在一年以下的仅占4%(见表4)。

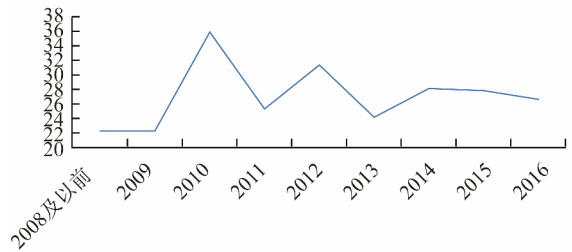


图8 内幕交易处罚周期分年度统计

表4 内幕交易案件处罚周期分布表

| 处罚周期 | 所占比例 |
|------|------|
| 1年 | 4% |
| 1-2年 | 46% |
| 2-3年 | 34% |
| 3年以上 | 16% |
| 合计 | 100% |

(二) 内幕交易执法缺陷

政府近年来加大了对内幕交易的打击力度, 绝不姑息养奸, 奉行“快查、快处、快移送”的办案原则, 在一定程度上提高了内幕交易的执法效率。然而, 执法人与违法人是相互博弈的, 随着监管部门执法手段的完善与法律的健全, 内幕交易违法行为的手段也变得更加隐蔽, 更为复杂, 上述的统计结果也显示个别年份的处罚周期呈上升趋势。加大内幕交易行为发现的概率是有效监管的保障, 但我国当前证券监管仍存在诸多的问题: (1) 法院与证监会的职能界定不清, 案件移交过程中效率低下, 执法过程中都是“单枪匹马”, 部门之间缺乏互动性; (2) 证券市场数据库不完善、数据库更新慢、交易监控效果不明显等导致内幕交易违法行为发现概率低;^[16] (3) 举报激励制度不完善, 未充分利用社会监督的力量来提高内幕交易行为发现的概率。

六、结论与启示

(一) 结论

通过对证券市场成立以来至2016年所

查处的所有内幕交易案件的统计分析,得到以下结论:

(1) 我国内幕交易案件呈快速增长的态势,“公司内幕人员”是案发的主要群体,“非法获取内幕信息的人”实施的案件数目剧增,并购重组是内幕交易的“重灾区”。

(2) 从执法效果来看,内幕交易发现概率低,执法周期长,总体处罚力度偏低,并且主要以行政处罚为主,刑事处罚较少,民事责任追究极少。

(3) 关于内幕交易主体的认定不完整,对于内幕信息的监管存在漏洞,对利用政策性与利空性内幕信息进行证券交易的违规行为未能实施充分有效的监管。

(二) 启示

基于前文的分析,本文认为,解决内幕交易猖獗的关键在于:一是应尽快完善相关法律制度;二是加大发现的概率以及惩戒的威慑力。

1. 扩大内幕主体认定范围

我国《证券法》中将内幕主体区分为“内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人”,不过两者之间存在“灰色地带”,即内幕交易主体既非“内幕信息知情人”,又非“非法获取内幕信息的人”,而是“合法获取内幕信息的人”,此类主体从事内幕交易应如何界定,造成了司法困扰。我国对于内幕主体采用列举的方式定义具有一定的指导性,但缺乏柔性。可借鉴我国证券法对于“内幕信息”概括加列举的综合式立法的形式,引入“内幕主体”概括性的定义:以内幕信息为纽带可接触内幕信息的人都为内幕人员。从实际发生的内幕交易违规案件来看,除了上市公司大股东和公司高管容易实施内幕交易外,上市公司本身、中介公司及相关人员、银行等金融机构以及其他各级政府人员也可能

实施内幕交易,但相关法律法规中对此类内幕交易主体缺乏明确的规范和认定,应尽快予以完善。

2. 加强对利用政策性内幕信息和利空性内幕信息的监管

政策性内幕信息的源头是政府机关单位,相关官员自身或者亲属利用内幕信息进行证券交易而牟取暴利,或者向他人泄露内幕信息、建议他人从事内幕交易等而寻租受贿。因此,在政府活动中要规范政策性内幕信息的管理,从源头遏制内幕信息的泄露;在修订法案中应明确界定政策性内幕信息的性质、构成与范围;在监管实务中加强对政策性内幕信息的关注,提高发现概率和加大惩处力度。

此外,利用利空性内幕信息提前实施做空策略或卖出证券的犯罪活动也日益增加,严重损害处于信息弱勢的投资者利益,但现行的监管机制在此方面却存在严重不足。因此,不仅应在立法上加强对利空性内幕信息的界定,而且应加大对利用利空性内幕信息实施做空策略或卖出证券的监管,提高发现概率和违规惩处力度。

3. 完善民事诉讼机制,加大刑事处罚力度,提高行政执法效率

完善内幕交易民事赔偿制度,首先要解除对内幕交易者追究民事赔偿责任的限制。一直以来,投资者通过合法的途径对因内幕交易受到的侵害进行追偿的诉权始终处于被限制状态。司法机关给予的解释是为了防止滥诉,这导致投资者无法得到有效的救济,极大地打击了投资者的信心。当前内幕交易的民事诉讼的核心矛盾不在于投资者的滥诉,而在于投资者无处可诉。解除民事诉讼的限制,可以有效地解决投资者无处可诉的问题。在诉讼过程中,投资者将面临“因果关系”的认定问题,投资者作为外部人员无法获取相

关的证据,对此在司法实务中可借鉴美国的“推定信赖原则”来解决因果关系的证明难题。对于滥诉问题,司法上建立集体诉讼的机制,由证监会组织协调办案,起诉证券市场违法者,为投资者寻求民事救济,也为投资者免除了讼累和诉讼风险,避免滥诉。

此外,我国关于内幕交易刑事处罚的年限及罚金的额度都大大低于美国等发达国家,有待进一步提高。而我国关于内幕交易的行政执法与美国等成熟市场国家相比,也普遍存在“立案数量少、查处时间长、处罚力度小”的问题。这一方面是因为证监会行政执法资源和技术手段难以应对日益增长的复杂化、隐蔽化和智能化的犯罪行为;另一方面是因为相关立法滞后导致证监会执法权限和地位都受到严重限制,执法效率难以提高。因此,需要改进证券执法的顶层设计。如单独设立证券法院,建立一支打击内幕交易的专业化队伍。在执法过程中实行多部门联合执法的机制,加强对内幕交易主体的监控,严厉打击内幕交易行为。

4. 建立内幕人员动态数据库与实行举报激励制度

提高内幕交易行为发现的概率是加强资本市场监管的前提。在大数据时代,我国应该建立动态的内幕知情人数据库,将相关内幕人员的详细资料输入数据库,形成不断更新的多功能数据体系,实时监控股价的大幅波动和异常买卖,并及时立案调查。

建立有效的激励制度,利用社会公众监督的力量提高内幕交易发现的概率。例如美国针对证券市场内幕交易举证难的问题,建立激励制度,如将10%—30%的内幕交易罚款奖励给举报人等。

5. 提高制裁强度、加大威慑力

我国对内幕交易、泄露内幕信息罪有量

刑的标准,但根据目前证监会行政处罚公告和各级法院判决书的统计分析,绝大多数案件执行最低档次的处罚,具体表现为执法不严、处罚力度不足、违法成本低,对于泄露内幕信息、建议内幕交易的违法问题未能实施应有的制裁。

从现实执法情况来看:一方面法律法规所制定的处罚标准大多很低;另一方面无论是证监会的行政执法,还是法院的司法判决,大多选择较低档次的处罚标准。这导致内幕交易违规收益远远大于其成本,这也是导致资本市场上内幕交易屡禁不止的主要原因。

因此,不仅需要改进相关法律法规,提高关于内幕交易处罚的标准,还需要加强对证监会行政执法和法院判决的社会监督,防止行政执法和司法判决的偷懒行为或腐败行为带来的对内幕交易违规行为的纵容。

参考文献:

- [1] 李心丹,宋素荣,卢斌,等.证券市场内幕交易的行为动机研究[J].经济研究,2008(10):65-92.
- [2] 张新,祝红梅.内幕交易的经济分析[J].经济学(季刊),2003(3):71-96.
- [3] 张宗新.内幕交易行为预测:理论模型与实证分析[J].管理世界,2004(4):24-35.
- [4] 蔡奕.我国证券市场内幕交易的法学实证分析——来自31起内幕交易成案的统计分析[J].证券市场导报,2011(7):14-21.
- [5] 郑顺炎.证券内幕交易规制的本土化研究[M].北京:北京大学出版社,2002:20.
- [6] 陈尧,段伟.内幕信息交易型腐败:一种新的腐败动向[J].上海大学学报:社会科学版,2016(1):78-90.
- [7] 雷丽清.中美内幕交易罪比较研究[D].上海:华东政法大学,2012.
- [8] 余萍.内幕交易犯罪定罪难点分析[J].河

- 北法学 2010 (2) : 188-193.
- [9] 陈莹,李心丹,周旭媛. 内幕交易违法所得计算中对市场因素的处理——基于国内案例的实证分析[J]. 证券市场导报,2014(4):16-22.
- [10] 刘宪权. 内幕交易违法所得司法判断规则研究[J]. 中国法学 2015(6):239-262.
- [11] 段磊. 日本证券内幕交易规制的最新动态及借鉴——以2013年《金融商品交易法》修订为线索[J]. 证券市场导报,2014(6):69-73.
- [12] 张旭. 民事责任、行政责任和刑事责任[J]. 吉林大学社会科学学报 2012(2):54-60.
- [13] 许志峰. 《人民日报》专访证监会副主席刘新华:内幕交易颠覆股市根基. [EB/OL] (2012-05-25) [2017-05-10]. <http://finance.people.com.cn/GB/17981175.html>.
- [14] 张心向. 我国证券内幕交易行为之处罚现状分析[J]. 当代法学 2013(4):48-58.
- [15] 李红军. 证券违法与证券处罚间对称性失调查研究——基于2014年中国证监会的实践[J]. 安徽大学学报:哲学社会科学版,2015(6):118-129.
- [16] 张丽娜. 内幕交易犯罪取证难点与对策研究[J]. 法制与社会 2015(4):95-96.

Characteristics of Insider Trading Cases and Supervision Defects in China—Reflections on Legal Cases from 1998 to 2016

LI Shou-xi, TANG Yang-ping

(School of Management, Shanghai University, Shanghai 200444, China)

Abstract: Based on the data collected from insider trading cases of all notices of penalties issued by the China Securities Regulatory Commission and court decisions from 1998 to 2016, this paper analyzes the main characteristics of China's insider trading cases and the loopholes in the regulatory mechanism in terms of the subjects of insider trading, the definition of insider information, administrative punishments of insider trading, types of accountability and efficiency of regulatory enforcement. In recent years, China's insider trading cases have grown rapidly, among which "company insiders" are mainly involved, "the subjects with illegal access to insider information" has increased dramatically, and acquisitions and reorganizations are the "hardest hit" area for insider trading. However, cases of inside trading are accompanied by low probability of discovery, long period of enforcement and less severe punishments on the whole, most of which fall to administrative penalties, few to criminal punishment, and rare to civil liability. Therefore, it is essential to perfect related legal systems as soon as possible to handle cases of insider trading, and expand the probability of exposure and the extent of punishments.

Key words: insider information; the subjects of insider trading; administrative punishment; criminal punishment; civil litigation

(责任编辑:周成璐)