

我国证券市场上内幕交易法律规制问题研究

● 苟尔丹兰



[摘要] 在我国,对内幕交易的打击已成共识,并在证券法律中进行了明确规定。内幕交易案件的发生可以归因于多个原因。第一,法律体系本身尚不完善;第二,相关部门对法规的理解存在分歧,导致执行力度不够大;第三,相关部门处罚方式相对有限,无法有效遏制内幕交易的发生。这些问题给投资者、上市公司及整个证券市场带来了不利影响。本文立足于目前证券市场上内幕交易的现状,分析其存在的问题。同时,笔者结合我国实际情况和域外经验,提出完善我国证券市场上内幕交易相关法律法规的建议,以供参考。

[关键词] 内幕交易;投资者保护;内幕主体;内幕信息

Q 我国证券市场上内幕交易法律规制现状

(一)立法现状

《中华人民共和国证券法》在 2020 年正式生效,其中第一条是确立了其立法宗旨和主线。新修改的《证券法》扩大了内幕交易人员的范围,完善了内幕交易信息的界线。我国《证券法》的第 50~54 条对内幕交易进行了规范,第 191 条对内幕交易行为规定了相关的法律责任。《证券法》第 50 条明文规定,内幕人士不得将该资料用于定向交易。第 51 条和第 52 条分别对内幕人的范围和内幕人信息的概念进行了界定,并且在第 53 条中对内幕人使用内部信息所禁止的三类内部交易进行了阐述,其中包括购买和出售该公司的股票,透露有关信息,建议他人买卖该证券。但是,我国对证券市场上内幕交易问题没有专门的立法规制。证券市场上存在着内幕交易案件。然而,法律对内幕交易的规制多集中于股票市场,没有将证券产品本身的特点纳入其中。

《刑法》第 180 条对内幕交易作出了具体的规定,并根据具体情况作出了相应的处罚。由于内幕信息行为的隐蔽性和复杂性,使其在实践中难以定罪。直到 2012 年,《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》颁布,明确了对内幕交易、泄露内幕信息犯罪案件的认定,以及对内幕交易的严重程度有了明确的说明和解释。这为严厉打击内部人交易提供了强大的支持。

同时,由于关于证券市场的起步比较晚,相关的立法和规章也存在一定的滞后,因此,笔者认为在借鉴国外的基础上建立相应的立法、规章,已经很难适应当前的新情况。国务院和证监会也只能在《证券法》的基础上做出一些相应

的规定(如出台《限制证券买卖实施办法》《证券市场操纵行为认定指引》等),以使证券市场能够更加规范。

(二)司法现状

在我国,无论是在执法上,还是在司法上,证券交易的规模越来越大,种类越来越多,参与的人也越来越多,越来越复杂。近年来,我国证券监管部门和司法部门已经认识到,内幕交易破坏了市场的公正交易,侵害了投资者的合法利益。因此,我国执法和司法机关在对这方面越来越重视。

在行政执法方面,中国证券监督管理委员会是对内幕交易进行监督管理的重要部门,其对内幕交易的查处力度也越来越大,对内幕交易的惩处也越来越多。在司法上,民事纠纷是不可避免的。然而,我国《证券法》对适格原告的界定、举证责任的划分等都没有明确的规定。被害人提起诉讼后,在审判过程中,没有可供法院直接参考的法律规定,导致原告败诉。这反映了相关部门在审判过程中关于内幕交易的法律规定太过原则性,这不利于确定内幕交易的主体和民事责任的认定。同时,也表明证券市场上仍有一定数量的被内幕交易所损害的投资者未得到应有的补偿。

Q 证券市场上内幕交易法律规制及其存在的问题

(一)信息披露机制的不健全

造成投资者亏损的原因并非内幕交易本身,而在于已披露的信息。在内幕交易中,由于投资者的不同,导致了信息分配的不同。我国《证券法》对信息披露的要求是,要及时、全面、准确地进行信息披露,而且要充分符合现实状况,尽量减少从生成到公布的时间间隔。这一非对称的市

场信息为内幕交易提供了肥沃的土壤，同时也对证券市场产生了反作用，导致了信息不对称。由于信息不对称，内幕交易一直没有得到有效地控制。内幕人员利用信息的时效性来获取利润或规避亏损。这是指内幕人员不能及时、全面、公正地公开信息，内幕人员隐瞒自己知道的情况，编造假消息，利用重大信息发布的时间间隔来操纵市场，从而实现私人泄露或交易。

与此同时，上市公司在信息披露方面还不够规范。从形式上来看，内部控制的披露格式尚没有统一的规定，这对企业管理层进行内部控制的自我评估和注册会计师结论意见的严格限制变得困难。同时，一些上市公司未能及时向上级机构报告所持股份的种类、数量和变动情况。此外，上市公司的信息披露也变得越来越随意。在披露内容上，由于监管机构尚未出台关于披露的具体规则。因此，上市公司经济人基于成本的考量，在披露的过程中往往只是走形式，笼统地表述，不能做到完全的信息披露。这是由于信息披露机制的不完备、非对称信息互动所导致的不透明性。

（二）证券内幕交易主体范围存在争议

目前，相关法律法规已经明确了内幕信息交易主体的范围，但在不同的法律法规层次上，对内幕信息交易主体的定义存在着不同的表述，在其范围上也存在着争议。我国《证券法》将内幕交易主体划分为内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人，而不是以行为是否真实知道内幕信息来判断。对于内幕信息知情人的范围，我国新修订的《证券法》仍采取列举式，在范围之外的即不是内幕信息知情人。而对于非法获取内幕信息的人的界定，我国《证券法》没有明确规定。根据《内幕交易解释》第2条的规定，从文义解释上来看，非法取得内幕消息应当是以不合法的方式取得的。但是，结合相关信息分析可知，“非法”并非意味着获得内幕信息的手段是违法的。只要不在股票交易内幕信息知情人所列出的范围内，不管是通过什么手段，知道了内幕信息，都是非法获得的。

从司法角度来看，《内幕交易解释》对内幕交易主体理解为“任何人”也是适用的。对《内幕交易解释》第2条中非法获取证券内幕资料信息的主体进行分析可知，本条第1、3项没有对主体的主语进行限定。也就是说，在满足《刑法》要求的情况下，任何一人均可构成内幕交易。从《证券法》出台以来，其虽然对一些规范性文件进行了修改和废止，但是在有关证券内幕交易的主体范围上仍然存在着不统一的地方，这就造成了司法实务上的困惑。

（三）证券市场内幕交易执法及司法力度较弱

针对执法手段而言，我国新修订的《证券法》在预防和处境内幕交易方面增加了较多的执法措施，主要有现场检查、询问、查封冻结、限制交易、行政处罚等。中国证券监

督管理委员会的权力相对于成熟的资本市场来说是比较大的。与此同时，中国证券监督管理委员会在最近几年已经加大了对内幕交易的执法力度。当前，学术界一般认为，与内幕交易实施有关的监管手段、资源已经比较完善，问题的核心是执行的能力与力度。近年来，尽管每年都有不少以线索为依据的非正式侦查，但最后结案的数目却很小，最后的行政、刑事责任也很少。

产生这一问题的原因主要体现在以下方面：第一，由于信息不对称造成了规制的困难。由于内幕人员交易通常具有隐蔽性，而最近几年，内幕人员的行为越来越隐蔽、越来越复杂。同时，一些对金融市场博弈规则非常了解的职业人员具有较强的反侦查技术，这使执法部门的侦查工作面临着较大的挑战。第二，证券监督管理部门仍存在选择性地执法现象。证券监管部门既要保证国企利用资本市场“解困”，又要维护证券市场的公平与正义，还要在不同的经济、社会等方面权衡取舍，才能实现严格的监管。当前，司法机构对内幕交易的查处力度不够大，导致其对内幕交易的案件处理上缺失司法权威，从而影响了后续问责的效果，内幕交易案件的移送和审判一直是一个难题。

Q 完善证券市场内幕交易法律规制的对策

（一）强化信息披露制度建设

信息披露制度是防止内幕交易的基础性工具，加强信息披露制度建设在防范内幕交易方面发挥着关键作用。为了使监管部门能及时获得准确、全面的内幕消息知情人的资料，并对内幕交易活动进行有效地监督，相关部门正在探索建立举报人的激励机制。

一方面，上市公司通过健全信息披露体系，实现了其内部治理的合理化，使上市公司的内部治理结构更为合理，为公司的长期发展提供保障。信息披露机制提高了上市公司的透明度，增强了广大投资者对资金投资的信心，使其自身的经济利益得到更好地保护。另一方面，上市公司的公开与透明也得到了改善。上市公司的信息披露是维护资本市场健康运行，维持良好市场秩序，推动资本市场良性发展的重要手段。但是，目前证券市场的信息披露仍停留在“静态监管”的状态，这与预期中的监管目标存在着一定的差距。“重形式轻实质”的规制方式为内幕交易的滋生创造了条件。在此背景下，我国应采取一系列基础性措施，制定相关信息披露监管制度。同时，要采用动态监督体系，及时跟踪企业内部有关信息，这可以有效地弥补静态监督的缺陷。

（二）完善内幕交易主体认定标准

在对内幕交易主体的认定上，国际上存在着美国的“信赖关系”说和欧盟“公平竞争”说两种学说。美国的“信赖

利益”说认为，内幕交易主体必须是和上市公司之间存在信赖利益，如果没有这个信赖利益，就不构成内幕信息交易主体。欧盟的“公平竞争”说则认为，只要该人持有内幕信息，就可以构成内幕信息交易的主体。我国《证券法》以列举的方式对内幕交易的主体进行了列举，并对可能接触到内幕信息的相关人员进行了明确的界定。此种“明示列举”方式具有较大的限制，且不具有灵活性。如果借鉴欧盟关于内幕信息交易主体的标准来进行界定的话，实务中就不存在与相关法律相违背的情形。为了保障证券市场的正常交易，保障投资者的合法利益，《证券法》应当通过借鉴欧盟有关内幕信息交易主体的认定规则来克服“信赖关系”的局限性，从而更好地解决这一问题。

同时，应当根据内幕信息交易的不同类型进而界定不同的内幕主体，以此进一步明确主体认定标准。第一，直接知情人应当以其身份作为判断标准。直接知情人应以信赖关系为依据，以身份为判断标准，凡是对内幕信息有直接接触以及具有内幕信息交易身份的人，都可以成为其主体。第二，间接知情人应该以知道为判断标准。对于这种主体来说，不管是通过何种途径了解到的内幕信息，不管是从哪里知道的内幕信息，只要知道了这些信息，就可以成为证券内幕交易的主体。

（三）加大我国证券市场内幕交易执法及司法力度

在执法层面，应当加强对内幕交易行政执法队伍的建设。建议将证券监督检查局和证券监督管理部门联合起来，在目前的稽查团队中建立一个专职的内幕交易团队。这个小组应该由熟悉证券市场运作的人组成，主要负责发现、调查、执法和案件移送等方面的工作。这将有助于加强对证券市场内幕交易行为进行打击，并为我国证券市场的监管提供借鉴。同时，中国证券监督管理委员会应与人民银行、发改委等联合，建立证券行业的自律机构，建立跨市场的联合执法机制。这一举措可以防止内幕交易主体利用不同市场执行标准之间的不一致而进行套利的行为。

在司法层面，首先要建立我国证券市场内幕交易的执法和司法衔接机制。笔者认为，应由中国证监会牵头，推动公安部、监察部和国资委等有关部门，以防范内幕交易为出发点，加强各部门对内幕交易的联合责任，建立一体化防控机制，将各部门的职责划分清楚，逐渐形成强有力的震慑作用。同时，笔者认为，应尽快制定关于证券内幕交易民事责任的具体司法解释，以便于在实践中更好地处理与证券内幕交易有关的民事诉讼。明确规定内幕交易的民事责任，

包括对内幕交易的立案依据和管辖依据，内幕交易与损害的因果关系的认定依据，责任与免责理由，诉讼权利与途径等。

Q 结束语

证券内幕交易的参与主体众多，信息传递广泛。由于内幕交易的隐秘性和复杂性，打击内幕交易更加困难。因此，本文首先介绍了内幕交易的相关信息，为后文分析奠定了基础。其次，总结了我国证券市场上内幕交易信息法律规制的不足之处，并结合司法和执法实践提出了改进建议。受制于本人学术水准，部分观点仍需深入论证，并需根据实际执法案例进行验证。但是整体目标仍是为了完善我国内幕交易的市场监管，推动金融市场和证券交易活动的繁荣发展。

参考文献

- [1]张淑芬,左坚卫.新《证券法》下证券内幕交易主体的立法重构[J].云南师范大学学报(哲学社会科学版),2022,54(01):104-113.
- [2]刘博雅,闫德华,石鑫.证券市场内幕交易主体界定的理论与范畴重构[J].玉溪师范学院学报,2022,38(02):127-132.
- [3]刘智鸿.论我国证券内幕交易的法律规制[J].西部学刊,2019(22):138-141.
- [4]曾洋.证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开[J].中国法学,2014(02):158-182.
- [5]闻志强.“内幕信息”的认定标准和司法适用分析[J].西南交通大学学报(社会科学版),2015,16(01):120-134.
- [6]吕晖,肖伟.关于内幕信息公开标准的探讨[J].证券市场导报,2013(05):55-61.
- [7]吴华.我国证券市场监管问题与对策探析[J].时代金融,2017(06):135-136.
- [8]上海市第二中级人民法院课题组.证券市场内幕交易民事赔偿责任问题研究——以光大乌龙指引发的内幕交易案为视角[J].证券法苑,2019(03):698-718.
- [9]曹可.论我国证券法中内幕交易的民事责任[J].法制与社会,2019(11):77-78.
- [10]李红军.证券违法与证券处罚间对称性失调研究——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),2015,39(06):118-129.

作者简介:

荷尔丹兰(2001—),女,汉族,四川巴中人,硕士研究生,青海民族大学法学院,研究方向:民商法。