

投资者保护系列研究报告之四

# 内幕交易监管与投资者保护

---

研究中心 傅浩

2002 年 1 月



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

内幕交易监管是证券市场监管的重要内容,对保护证券投资者尤其是中小投资者的合法权益具有重大意义。长期以来,我国证券市场上存在大量的内幕交易,严重损害了投资者利益,助长了市场投机气氛,影响了投资者信心,不利于证券市场的长期健康发展。因此,严格内幕交易监管,打击市场不当交易行为,是加强对投资者权益保护的一个重要方面。本文从内幕交易监管对投资者保护的重要意义出发,全面介绍国外禁止内幕交易的有关立法和执法实践,简单总结我国内幕交易监管的现状和问题,并提出加强我国内幕交易监管的几点建议。

## 一、内幕交易监管的重要意义

### 1、内幕交易与内幕信息

所谓内幕交易,指的是因地位或职务上的便利而能掌握内幕信息的人,直接或间接地利用该内幕信息进行证券买卖,获取不正当的经济利益,或泄露该内幕信息,使他人非法获利的行为。内幕交易与贪污、诈骗等行为具有一些共同特征,但与它们又有所不同,是一种独特的不正当行为。<sup>①</sup>

内幕信息又称为内幕消息、内线消息、内部消息等等,各国对之规定不一。我国《证券法》第 69 条规定:“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,为内幕信息。”从大多数国家的立法来看,构成内幕信息有两个基本要素:

第一,内幕信息应该是未公开的信息。所谓未公开的信息,就是投资公众尚未获得或者经合法渠道无法获得的信息。具体而言,只要行为人在交易时所利用的信息,尚未在证券监督管理机构指定的传播媒体上公布,或者尚未通过监管机构认可的其他信息披露方式向社会公布,就可认定其属于未公开的信息。进一步来看,内幕信息公布之后,市场也需要一个接受并消化吸收的时间,所以内幕人员如果要交易该证券,也必须在内幕信息公布一定时间后才能进行。至于信息公开多长时间后内幕人员才能进行交易,各国法律的规定不同。在 SEC v. Texas Gulf Sulphur co.一案中,美国确立了内幕信息拥有人必须在内幕信息出现在道琼斯信息服务中后才能够进行交易。我国的规定是只要相关信息通过全国性的新闻媒体公开后,内幕人员就可以进行交易。同时,沪深两地交易所也会在上市公司重大信息公布时实施临时性停牌,方便投资者知悉和消化。

---

<sup>①</sup> 有学者认为,美国禁止内幕交易的立法将内幕交易作为一种欺诈行为来规范造成了美国规范内幕交易立法理论的基础存在缺陷,因为任何解释都要符合内幕交易是欺诈行为这一立法基础,这使得各种理论在不得不符合欺诈含义这一僵固的理念下,都存在难以克服的缺陷。参见王长河“美国内幕交易的规则理论”。

第二，内幕信息应当具有价格敏感性。所谓价格敏感性，是指某种信息，一旦在证券市场公布后，便很可能对证券的市场价格产生重大影响。一般来说，只有重大信息才具有价格敏感性。美国最高法院在判决中对重大信息（Material information）的解释是：“如果一个理智的投资者，在他作出投资决策时，可能认为这个被忽略的事实是重要的，那么它就是重要的。换句话说，这个被忽略的事实公开后，极有可能被理智的投资者看作是改变了自己所掌握信息的性质，那么，这些事实也是重要的。”

确定内幕交易行为必须从内幕人员的认定开始。内幕人员是承担内幕交易责任的主体，各国界定的范围有所不同。一般而论，内幕人员包括内部人和内幕消息的知悉者（Tippee），也有人将内幕人员划分为传统的内幕人（Traditional Insider）和临时的内幕人（Temporary Insider 或 Constructive insider）。各国法律通常都明确指出那些人士属于内幕人，例如我国《证券法》第 68 条列举了三类内幕信息的知情人员，他们是公司内幕人员、政府管理内幕人员和市场内幕人员，以及国务院证券监督管理机构规定的其他人员。美国法律对内幕人员的界定最为严格，包括三大类：经典的内幕人（Classic Insider），主要是公司董事、经理和大股东；推定的内幕人（Constructive Insider），那些与证券的发行公司关系足够密切以至于可以掌握内幕信息的人被推定为内幕人，如公司雇佣的外部律师、会计师、投资银行人员等；内幕信息的知悉者（Tippee），任何获得内幕信息的人员。从各国的立法实践来看，内幕人员的范围都在不断扩大，这也反映了世界各国反内幕交易行为的力度不断加强。

## 2、内幕交易监管在投资者保护中的重要意义

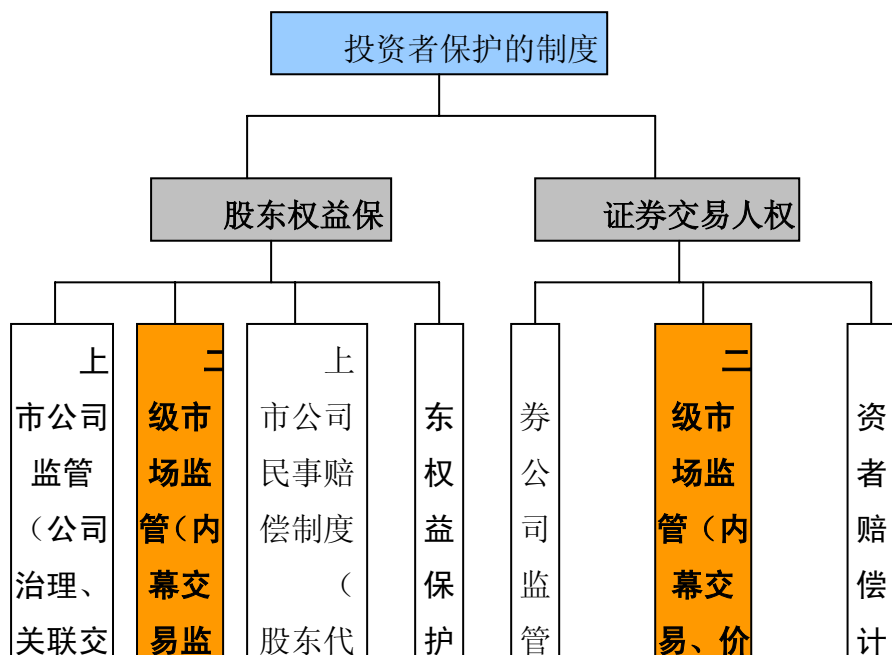
确保投资者权益不受侵害是证券市场健康发展的基本保证。大量的实证研究表明，投资者权益保护对证券市场的发展具有重要意义，股东权益保障较好的国家或地区，证券市场通常较发达，反之亦然。有人指出，在证券市场上，“大约 80% 的违法案件与内幕交易有关，大约 80% 的违法交易金额与内幕交易案件有关”<sup>①</sup>。内幕交易监管在投资者保护的整个体系中占有重要地位（见图 1 所示），是保护投资者权益的重要手段<sup>②</sup>。

图 1：证券投资者保护的制度体系

---

<sup>①</sup> 参见吴志攀教授为《证券市场不当行为的法律实证》一书所做“吴序”。

<sup>②</sup> 投资者在证券市场上扮演着双重角色，一方面投资者是上市公司的股东，另一方面投资者又是证券交易的参与者。因此对投资者权益的保护也可以分为对投资者股东权益的保护和证券交易人权益的保护。无论从哪个方面来看，内幕交易都严重损害了投资者权益，必须对之实施严格的监管。



内幕交易监管对保护投资者权益的意义有以下几个方面：

首先，内幕交易违反了公平原则，直接损害了证券投资者作为市场参与者的利益。当证券市场存在内幕交易时，会对投资者产生误导，使其作出错误的投资决策，从而对投资者造成损害。当内幕信息是利好信息时，从事内幕交易行为的人员就会大量买入证券，待信息公布后，市场作出反应，证券价格上涨，再卖出证券获取不正当收益。这样，那些不知道内幕信息而卖出证券的投资者，就遭受了损失。反之，当内幕信息是利空信息时，从事内幕交易行为的人员就会大量卖出证券，从而避免了损失，而那些不知道内幕信息而买入证券的投资者，就遭受了损失。在市场存在买空卖空机制的情况下，内幕交易人更能够从内幕交易中获取巨大的利益，而他们获得的这些利益正是投资者所承受的损失。证券市场上所有的投资者在获得信息方面都应当有平等的机会，只有在所有的投资者享有平等的获得信息的机会时，证券市场才是公平的。如果听任内幕交易存在，普通投资者就会和内幕交易人处于不平等的地位，投资者会逐渐丧失对证券市场的信心，退出证券市场，导致证券市场萎缩。

人们常用捷克和波兰股票市场发展的不同结果来强调投资者保护对证券市场的重要意义。不少研究者指出，正是由于捷克证券市场监管过于宽松，导致内幕交易和市场操纵泛滥，甚至产生了捷克证券市场特有的名词“挖空”（Tunnelling），最终使得捷克证券市场几乎完全崩溃<sup>①</sup>。而波兰由于实施了较为

<sup>①</sup> 1995 年，捷克布拉格证券交易所已经拥有 1716 家上市公司，但到 1999 年初，由于上市公

严格的证券市场监管，证券市场获得了稳步发展。有学者对 103 个国家证券市场股权成本和内幕交易监管之间的关系做了系统研究，得出的结论表明严格的内幕交易监管显著地降低了股权成本（Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk, 2002）。

其次，内幕交易还损害了投资者作为上市公司股东的利益。那些不知内幕信息而作出了买入卖出证券决策的投资者，其股东利益同时遭受了损失。内幕信息本身属于公司的一种资产，内幕人员利用内幕信息相当于盗窃了公司的资产获利，损害了股东利益。

除此之外，内幕交易会对上市公司造成损害，从而损害公司股东的利益。在二级市场并购活动中发生的内幕交易行为，会直接加重并购的成本，损害公司的利益。内幕交易还会影响到公司的经营效率，损害股东利益。当市场存在内幕交易时，公司股票的价格不能准确适当地在证券市场上反映出来，因为信息对公司股票的价格有最直接的影响。当内幕人员利用公司的重大非公开信息进行交易时，为了获得更多的利润，内幕人员有可能尽量延迟公布公司的信息。重大非公开信息公布的越延迟，公司的股票市场价格和公司股票的实际价值之间差别就越明显。公司股票市场价格，不能反映正常的公司生产经营状况，反过来又使公司的经营管理人员不能作出正确的决策，而影响公司的营运效率。尤其是当公司的下层职位的员工在利用重大非公开信息进行内幕交易时，为了长期获得利润，极力延迟向上层管理人员传达信息，使管理层不能迅速而准确地获得作出决策的重大信息，最终影响到公司的营运效率。另一方面，内幕交易还会损害公司的声誉。当内幕人员利用重大非公开信息进行证券交易时，公司的普通投资者很可能会认为自己未受到公正待遇，从而丧失对公司经理人员的信心，进而丧失对整个公司的信心，使公司的声誉受到损害。

如果内幕人员可以不受惩罚地从内幕交易中获利，将会引发公司大股东和管理人员严重的道德风险，严重损害中小股东的利益。在对内幕交易监管不严的环境下，内幕交易的暴利诱惑将促使公司管理者在各种投资方案中选择风险较大的，因为投资风险越大的投资策略和方案对公司的预期收益或亏损的影响也越大。风险较大的方案一旦成功，从事内幕交易者的投机获利也就越多。而风险较大的投资方案对股东意味着面临比正常情况要大的损失可能性，这实际上是内幕交易者让股东承担更大的风险以便自己获利。甚至会发生这样的情况：公司管理人员主动或者被动地与市场操纵者合作，制造各种利好或利空的消息配合对本公

---

司大面积退市，上市公司数目下降到仅剩 301 家。同时，布拉格证券交易所 50 种主要股票指数也下降了 60%，投资者数量也大幅减少，捷克证券市场几乎完全崩溃。而同期波兰证券市场却走了一条相对稳健的发展道路。对于两个国家在证券市场监管方面的不同做法及其对证券市场发展的影响，参见（Simon Johnson and Andrei Shleifer, 1999），（John C. Coffee, Jr., 1999）。

司股票的价格操纵。这在中国证券市场上并不鲜见，而事实上，内幕交易往往是和其他形式的证券市场违法违规行为联系在一起的，它是各种证券犯罪的温床，如果不严格禁止，不仅仅自身会大量繁衍，而且还会带来更多形式的罪恶。

总之，内幕交易严重损害了投资者的权益，破坏了证券市场健康运行的基础。正是基于以上各个方面的理由，世界各国纷纷制定了禁止内幕交易的法律法规。

## 二、各国禁止内幕交易的立法

### 1、美国

美国的内幕交易立法被各国公认为最严格和最全面。在十九世纪和二十世纪初期，美国证券市场上也充满了内幕交易和股价操纵行为，二十世纪上半叶华尔街的投资格言就是：“内幕交易是投资制胜的惟一法宝”。1929 年美国股票市场的崩溃拉开了美国历史上最严重的经济萧条的序幕，也引发了罗斯福“新政”期间长达八年之久的证券立法浪潮。美国参议院银行与货币委员会对 1929-1933 年股市大萧条进行调查、取证后，发现证券市场充斥着内幕交易、操纵市场等证券欺诈活动，从而激起社会舆论的广泛关注，全国上下一致认为应该通过联邦立法来规范证券市场。在罗斯福总统的直接推动下，相继颁布了至今仍然施行的《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》，它们和后来颁布的其他法律法规一起构成了美国禁止内幕交易的法律框架。

#### (1) 《1933 年证券法》第 17 条 a 款

美国《1933 年证券法》第 17 节 a 款是世界上现代证券法最早规制内幕交易的法律条文，也是美国证券法中反证券欺诈的“祖父条款”，其内容为：

“任何人在要约销售或销售任何证券时，通过使用任何州际商业运输或通讯工具或方法，或通过使用邮政，直接或间接从事下列行为，均为非法：(a) 利用任何手段、计划或技巧进行欺诈；(b) 通过不实陈述重要事实，或遗漏陈述根据行为时的情况，为了不使该陈述产生误导的重要事实，来获取货币或财产；(c) 从事导致或将要导致欺诈或欺骗购买者的任何交易、实践或业务活动。”

#### (2) 《1934 年证券交易法》第 10 条 b 款

美国禁止内幕交易的立法，最主要的是《1934 年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934) 第 10 条 b 款，其内容为：“任何人直接或间接利用州际商业工具或方法或邮政，或利用任何国家证券交易所的任何设施，从事下列行为皆为非法：在购买或销售已在证券交易所注册、或未如此注册的任何证券时，违反证券交易委员会制定的为公共利益或保护投资者所必要或适当的条例和规则，使用或利用任何操纵性、欺骗性手段或计谋。”该条款是美国反内幕交易立法的基础。实际上该条款并没有直接出现内幕交易的字眼，只是对包括内幕交易在内的

所有证券欺诈行为作出了原则性的规定。

### （3）规则 10b-5

美国证券交易委员会（SEC）依据《1934 年证券交易法》第 10 条 b 款的规定制定了规则 10 b-5（Rule 10b-5）。其内容为：

“任何人员直接或间接利用任何方式、或者州际商业工具、或者邮政、或者国家证券交易所的任何设施从事下列行为，均为非法：(a)利用任何手段、计划或技巧进行欺诈；(b)通过不实陈述重要事实，或遗漏陈述根据行为时的情况，为了不使该陈述产生误导的重要事实，来获取货币或财产；(c)从事与证券买卖有关的、导致或将要导致欺诈或欺骗任何人的任何行为或业务活动。”<sup>①</sup>规则 10b-5 弥补了前面两项立法难以实际执行的缺陷，随后从这个规则派生了大量禁止内幕交易活动的法理和原则，成为美国反内幕交易最著名的规则。

### （4）规则 14e-3

《1934 年证券交易法》第 14 条 e 款中禁止投标要约中的“不实陈述或者省略事实”。根据这一款，美国证券交易委员会制定了规则 14e-3（Rule 14e-3），禁止在收购中以重大非公开信息为基础从事证券交易。

规则 14e-3 的制定，与 1978 年的著名判例 *Chiarella v. United States*<sup>②</sup>有着直接的关系。美国最高法院在该案中采用了所谓“违反诚实信用义务”理论<sup>③</sup>，认为如果没有违反诚实信用义务而取得重大非公开信息，并利用该信息从事内幕交易，并不违反规则 10b-5 的规定。为防止该理论所导致的法律漏洞，美国证券交易委员会专门针对收购制定了规则 14e-3。规则 14e-3 规定，当任何人已采取主要步骤进行公开收购或收购已正式展开时，其他取得与该公开收购有关的重要消息，且明知或可知此消息未公开，并明知该消息来自公开收购人或目标公司或其

---

<sup>①</sup> “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to employ any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person.”

<sup>②</sup> 在美国禁止内幕交易立法的形成过程中，一系列的著名判例具有重要地位。重要的判例有：*In re Cady, Roberts & Co.* 案（1961 年），*SEC v. Texas Gulf Sulphur co.* 案（1969 年），*Chiarella v. United States* 案（1980 年），*Dirks v. SEC* 案（1983 年），*United States v. Newman* 案（1981 年），*Carpenter v. United States* 案（1987 年），*United States v. O’hagan* 案（1997 年），等等。

<sup>③</sup> 美国禁止内幕交易的归责理论，先后经历了“公开披露或者禁止交易”（Disclose or Abstain）理论、“违反诚实信用义务”（Breach of Fiduciary Duty）理论、“滥用”（Misappropriation）理论三个阶段，参见（王长河，2001 年），（Bainbridge，2001）

职员、内部人、代表进行公开收购之人，则该他人不得买进或卖出该公司股票。规则 14e-3 的基本理念是：拥有关于公开收购重大未公开信息之人事先进行内幕交易的行为，将导致市场信息不公平与证券市场的崩溃，所以要求拥有关于公开收购重大未公开信息之人，负担不得进行交易的义务。

(5)《1934 年证券交易法》第 16 条 a 款对内幕人员的短线交易作出了禁止的规定。该条款规定，证券在获得注册以后，每一个直接或间接持有一种上市证券 10%以上的人，在取得 10%股东地位时，以及在成为董事或管理层人士时，应当在十天内将其持股情况向证券交易委员会申报。上述人员在以后任何买卖本公司任何股票当月结束后的十天内，必须向证券交易委员会报告。为了限制内部人员利用本公司股票进行投机的机会，证券交易法禁止 10%的股东、公司董事和管理层人士在六个月内买入又卖出或卖出又买入本公司证券，否则所获利润将收归公司所有。

(6)《1984 年内幕交易制裁法》和《1988 年内幕交易与证券欺诈执行法》

虽然证券交易委员会通过以上的法律和规则加强对内幕交易的防范，但实践中内幕交易还是很多，内幕交易的盛行与人们对证券市场监管的期望有很大差距。一个重要的原因在于禁止内幕交易的处罚太轻：刑事责任很少，在行政责任方面证券交易委员会仅可追缴所获利润。为了加强对内幕交易的处罚力度，美国国会在 1984 年制定了《1984 年内幕交易制裁法》(Insider Trading Sanction Act of 1984)，加重了对内幕交易的民事和刑事处罚，并将衍生金融工具包括在内。

为了加强对违反内幕交易法律和规则的起诉，美国国会在 1988 年制定了《1988 年内幕人交易与证券欺诈执行法》(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)，该法案对《1934 年证券交易法》和《投资顾问法》进行了修改，进一步扩大了内幕交易所定义的范围，并加重了从事内幕交易被告的民事和刑事责任，规定任何人在持有任何实质性非公开信息时，进行交易或将该信息进行与证券交易相关的传播，证券交易委员会都可以向法院起诉，要求处以相当于该非法交易所得利润或所免损失三倍的民事罚款，对个人的刑事罚金的最大金额也由 10 万美元提高到 100 万美元，刑事处罚则由最高五年监禁改为十年监禁。

为了促进雇主加强对员工的内部监督，该法案规定被告雇主以及对被告有控制权的人士或机构的连带责任，要求雇主，特别是券商及投资顾问公司对雇员要加强监督。对因监督不力、不周而致使雇佣人得以从事内部人交易的，加以刑事及行政处分，罚金最高额可达 250 万美元。此外，该法案还明确规定一般性投资者的求偿权，为鼓励对内幕交易行为的举报，规定所追索的民事罚款的 10%可由证券交易委员会自行决定用途，用于奖励对内幕交易举报有功者。



这两部法律都并成了《1934 年证券交易法》的一部分。

## 2、欧洲国家

在欧洲，禁止内幕交易的立法制定得较晚。欧洲各国直到近二十年来才开始普遍将内幕交易纳入刑事法律管辖范围，制定内幕交易的刑事法律。在一定程度上，这是欧共体要求其成员国执行其统一制定的内幕交易法律（《欧共体内幕交易指引》，89/592/EEC）的结果。欧共体于 1989 年制定的“欧共体内幕交易指引”对欧共体各国建立统一的禁止内幕交易立法发挥了很大的作用，该指引对内幕交易和内幕人员给出了统一的定义，就各国禁止内幕交易的立法提出了共同的要求。随着欧洲金融市场的发展和欧洲一体化进程的深入，欧盟建设统一证券市场必须首先建立统一证券市场法律体系，而目前欧盟仅有关于内幕交易的统一指引。因此，欧盟又开始制定统一的禁止证券市场不当行为的准则《欧盟内幕交易和市场操纵指引》，以对证券市场不当行为的两种基本形式——内幕交易和市场操纵制订一个单一的欧盟准则。有关建议已经于 2001 年 5 月 30 日被欧盟理事会采纳，这将进一步对欧洲各国内幕交易的立法统一带来深远的影响。

从欧洲各国的国内立法来看，九十年代后在欧盟指引的要求下，所有的欧盟成员国都已经制定了禁止内幕交易的立法，将内幕交易定为刑事犯罪行为，加强了对内幕交易的打击力度。

英国 1939 年制定的《防止欺诈（投资）法》（经 1958 年和 1983 年两次修改）就规定了禁止内幕交易。80 年代以后英国进一步加强了对内幕交易的监管，1980 年修改的公司法对内幕交易作了禁止性规定，并将违反规定行为列为刑事犯罪。作为日常防范内幕交易的制度，英国法律规定，董事或其家庭成员对公司股票和债券做“看涨期权”或“看跌期权”属于犯罪；董事对其控股公司、子公司或附属公司的上市证券的期权买卖也属于犯罪。英国公司法还规定了重大持股及交易公开制度，即股东中大数额的股份持有（持股比例达到 15%）以及董事持股状况必须向公司公开。董事及其家庭成员以及其他重大持股者的详情均列入公司年度帐目中，与年度帐目一起公开；董事的股票交易必须事先通知公司，由公司通知证券交易所，并将交易的记录向股东和公众公开，对拒绝通知或提供虚假信息的要求进行惩罚，或科以罚金，或处以刑罚。

法国证券法规也有关于禁止内幕人员交易和对内幕人员登记其持股情况及变化情况的规定。其法律规定，凡因职业等原因而能获得内幕信息的人，在向公众公布之前利用内幕信息，直接或间接从事上市证券的交易，即构成犯罪而负刑事责任。另外，内幕人员及其配偶或子女所持有的股票，都必须在有关公司帐簿上和证券交易所管理委员会登记并予以公布，违反规定的同样承担民事和刑事责

任。

在德国，股份有限公司法只是一般性地规定公司董事、监事泄露或利用内部信息进行交易牟取利益要负赔偿责任，并负刑事责任。而具体对内幕交易的管理，则主要根据 1976 年证券交易所、银行及产业界订立的《在证券交易所上市或公募中股票之内部人交易准则》。

### 3、日本

日本曾经被嘲笑为内幕交易的天堂，长期以来，在法人间交叉持股和内部人控制的公司治理模式下，日本证券市场内幕交易横行，严重限制了日本证券市场的发展。日本在二战后制定《证券交易法》（1948 年）时，效仿美国的证券法，规定了禁止内幕交易的条款，并规定公司管理人员、主要股东买卖本公司股票的报告义务以及要求其向公司上缴 6 个月内买卖公司证券（日本法律称内部人短线交易）差价。1953 年对该法进行修改时，删除了公司管理人员及主要股东的报告义务，并使上缴短期买卖差价的规定无法操作，致使日本成为内幕交易的天堂，内幕交易的丑闻一再见诸报端。

日本于 1988 年修改了日本《证券交易法》，重新加入了对内幕交易进行规制的条款。此后，《证券交易法》先后经过 1997 和 1998 年修改，加重了对内幕交易的惩罚。从字面上看，日本对于内幕交易的立法是较为冗长的，这一点受到了学术界的批评，指出其法律条文的复杂不仅使违法者易于规避处罚，而且使受害投资者很难证明被告违法事实。

日本对于内幕交易禁止的法律规定主要见于《证券交易法》的第 166 条诸款，除规定“禁止在有价证券买卖及其他交易中采取不正当手段、计划和技巧”外，为防止公司董事、监事和持股在 10%以上的大股东利用职务或地位取得内幕信息，对所持有的公司股票进行短线交易，也规定了上述人士在 6 个月内买进再行卖出，或卖出再行买进本公司股票而获利者，公司可请求将其所获利益归于公司。公司不为该项请求时，公司股东可以代替公司行使请求权。上市公司董事、监事和大股东买卖公司股票时，应负报告义务。大藏大臣可以要求证券交易所提交有关报告或资料。此外，证券交易所、证券业协会也有自律规范，除对上市公司内幕交易进行约束外，还要求各证券公司强化上市公司董事、监事买卖公司股票委托及取得内幕信息的内部管理规则。

### 4、香港

香港有关内幕交易的立法从 70 年代开始，1973 年香港公司法修正案通过了两项限制内幕交易的建议，即将内幕交易行为确定为一项刑事罪行，触犯者要受

刑事处罚；内幕交易者必须对因遭受内幕交易而受损害的人士进行赔偿。后来香港《证券条例》也对禁止内幕交易作了规定，1990 年香港制定了《证券（内幕交易）条例》进一步确定管理内幕交易的法律框架。该条例对内幕交易、内幕人员、内幕交易的具体范围作了规定，确定内幕交易调查处理机构为内幕交易审裁处，并对内幕交易审裁处的职责、案件审理程序及对内幕交易的处理作了规定。

《证券（内幕交易）条例》将内幕交易划分为以下几类：（1）内幕人员在掌握内幕消息时进行该公司证券的交易活动，或促使他人进行这种证券的交易；（2）内幕人员故意将所掌握的内幕消息透露给他人，以促进他人利用内幕消息进行证券内幕交易；（3）意图或曾意图进行公司收购的人，在知道收购计划或取消收购计划的情况下，进行或怂恿他人进行与收购无关的证券交易；（4）意图或曾竭力进行公司收购的人，在知道收购计划或取消收购计划的情况下，故意将有关消息泄露给他人，以促进他人进行有关证券的交易；（5）明知对方是内幕人员而从对方套取内幕消息，用于有关证券的交易或促使他人进行有关证券的交易；（6）从内幕人员处套取有关收购的内幕信息，以进行被收购公司或其关联公司证券的交易；（7）知悉某公司内幕消息的内幕人员怂恿他人在香港境外进行该公司证券的交易，或将消息泄露给他人，使其在香港境外进行该公司证券的交易。

## 5、我国台湾

台湾《证券交易法》对内幕交易的规定主要见于第 157 条。该条款规定，对于上市公司从事内幕交易的行为，利益归入公司，如符合欺诈要件，则要负第 20 条和第 171 条规定的民事和刑事责任，但对于利用内幕信息进行交易的人员并没有明确立法禁止。直到 1988 年修订《证券交易法》时，才增订了第 157 条之一条款，明文禁止内幕交易，对内部人、内线消息及从事内线交易的责任作出了详细规定。至此，台湾建立了较为全面的禁止内幕交易的法律体系，《证券交易法》第 157 条和第 157 条之一条款的规定，以及其他法规对有关内容进一步细化，使有关禁止内幕交易制度具有很强的操作性。

台湾法律规定，发行股票公司董事、监察人、经理人或持有公司股份超过 10% 的股东，对公司的上市股票在六个月内买入又卖出或卖出又买入，而获得利益的，公司应当请求将其利益归于公司，公司董事会或监察人如果不为公司行使前项请求权，股东有权限制董事或监察人在 30 日内行使，否则股东有权行使该项请求权，不行使该项请求权的董事或监察人将对因此给公司造成的损害承担连带赔偿责任。而《证券交易法施行细则》更将短线交易所得利益的计算方法作了非常细致而明确的规定，甚至连有关股息、计息方式、税费的承担等具体内容和细节都考虑进去了。即以最高卖出价与最低买入价相配，次高卖出价与次低买入

价相配，依序计算所得差价，亏损部分不予计入、不予抵消。这种计算方式本身已经体现了对短线交易的惩罚。该法充分考虑了非法利益的派生利益，将短线交易期间所获得的股息以及现金股利的利息也都计算在短线交易所获利益之内，该法还规定了短线交易所产生税费的承担，规定支付交易给证券商的手续费及证券交易税从所得利益中扣除。

内部人获悉发行股票公司有重大影响其股票价格的消息时，在该消息未公开前，不得对该公司的上市或在证券商营业处所买卖的股票进行买入或卖出。违反规定者要赔偿善意从事相反买卖的人的损失，具体损失以内线交易的价格和消息公开后十个营业日收盘平均价格之差来计算，如果情节特别严重，赔偿额可提高到三倍。为了防止公司董事、监察人、经理人、大股东以及因职业或控制关系而获悉信息的人将信息透露给他人，造成他人进行内幕交易，上述人员将内幕消息透露给他人，必须对该人因知悉消息而进行交易所承担的损害赔偿负连带责任，以此来监督公司内部人员保守公司内幕消息。

## 6、我国禁止内幕交易的立法

我国禁止内幕交易的立法是随着证券市场的不断发展逐步完善的，目前已经形成了一个由行业自律性规定、行政法规和规章、《刑法》和《证券法》组成的、相对完整的禁止内幕交易法律法规体系。我国关于证券内幕交易的立法雏形是1990年10月中国人民银行发布的《证券公司管理暂行办法》第17条，后来有了《上海市证券交易管理办法》第39条和42条，《深圳市股票发行与管理暂行办法》第43条。1993年4月22日，国务院颁布了《股票发行与交易管理暂行条例》，对内幕交易及其法律责任作出了初步规定。1993年9月22日，国务院证券委又颁布了《禁止证券欺诈行为暂行办法》，进一步对内幕交易作了明确具体的规定。1997年10月生效的《刑法》纳入了证券欺诈条款，第一次以基本法的形式规定证券内幕交易为刑事犯罪行为，并规定了其刑事责任，为打击内幕交易提供了强有力的法律工具。1999年7月1日生效的《证券法》，对内幕交易的定义、内幕人员的界定、内幕信息的内容、以及内幕交易的类型都作出了详细具体的规定。

## 三、各国禁止内幕交易立法的比较<sup>①</sup>

### 1、对于内幕信息的认定

各国证券法律对内幕信息的认定基本一致，其中“未公开”和“价格敏感性”

---

<sup>①</sup> 对于各国法律对内幕交易各要件的详细介绍，参见“上证联合研究计划——上证证券法制建设系列研究”课题“证券市场民事赔偿责任与中小股东利益保护研究”。

（或者称“重大性”）是各国共同接受的标准。从具体的法律规定来看，各国做法大概可以分为三大类：

#### （1）通过判例形成内幕信息的认定原则

这主要是美国。美国证券方面的联邦立法和美国证券交易委员会颁布的各种条例、规则中都没有对内幕信息进行明确的界定，如何认定哪些信息属于内幕信息是通过法院在司法实践中通过一系列的判决逐步明确的<sup>①</sup>。基于美国各级法院在大量判例中总结出来的原则，判断某项信息是否属于内幕信息需要参照三个标准，即：该信息是否为重大信息（Material Information）？该信息是否为非公开信息（Non-public information）？被告是否知道该信息尚未公开？

#### （2）概括式界定

欧共体《内幕交易指引》（89/592/EEC）及即将颁布的《欧盟内幕交易和市场操纵指引》对内幕信息的定义是“与一个或更多金融工具的发行人或者一个或更多金融工具有关的、未公开、性质明确、如果公开可能对这些金融工具的价格或者这些金融工具的衍生金融工具的价格产生重大影响的信息”<sup>②</sup>。这一概括式的规定中包含了三个要件：未公开；明确；可能对价格产生重大影响。

#### （3）列举式界定

日本证券法律对内幕信息采取的是列举式的界定方法。日本《证券交易法》将内幕信息划分为四大类，每一类又可以再进行细分。这四大类内幕信息分别是：基于公司决策的重要事实；基于一定事实发生的重要事实；基于预测的重要事实；对投资者决定有影响的其他重要事实。

#### （4）概括式与列举式相结合的界定

我国《证券法》对内幕信息的界定采用了概括定义与列举相结合的方法，在《证券法》第六十九条对内幕信息进行了界定。

## 2、对于内幕交易主体的认定

内幕交易主体，指的是从事内幕交易的行为人，它是指掌握了内幕信息并根据内幕信息进行证券交易或者从事法律禁止的其他行为的人。严格地讲，内幕人

---

<sup>①</sup> 事实上，美国禁止内幕交易的立法始终有意不对“内幕交易”下定义，使得内幕交易的概念、行为、定性等不确定，从而赋予法院以相当灵活的方式，可以迅速适应内幕交易行为的变化而作出恰当的判决。

<sup>②</sup> “ ‘Inside Information’ shall mean information which has not been made public of a precise nature relating to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments, which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the price of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.”（Article 1, Directive of the European Parliament and of the Council on Insider Trading and Market Manipulation）

员（或称内部人，Insider）与内幕交易主体是有区别的，内幕交易主体除了内部人以外，还包括接受信息者以及盗用信息的外部人，但人们通常习惯用内幕人员来泛指内幕交易主体。

从各国法律对内幕交易主体的认定来看，基本上有一个共同的趋势，那就是对内幕交易主体的范围界定越来越宽。美国法律对内幕人员的界定最为严格，包括经典的内幕人，推定的内幕人（或者称临时性内幕人员）和内幕信息的知悉者。其中，内幕信息的知悉者包括的范围非常大，法律的追查非常严格。例如在 2001 年最后裁决的 IBM 收购莲花公司内幕交易案中，IBM 公司的一位普通秘书将收购消息告诉了自己的丈夫，她的丈夫又将内幕信息告诉了他的朋友，而朋友又告诉了自己的朋友，最后美国证券交易委员会共对 25 人提起诉讼，这 25 人中人传人，朋友告诉朋友最多竟有 6 层之多。<sup>①</sup>

欧共体《内幕交易指引》（89/592/EEC）及即将颁布的《欧盟内幕交易和市场操纵指引》将内幕人员划分为两个大类：主要内幕人员和次要内幕人员。所谓主要内幕人员（包括自然人和法人）又被分为三类：（1）任何因其作为发行人的行政管理机构、经营机构和监督机构的成员而获得内幕信息的人员，即公司的董事、监事以及高级管理人员等；（2）任何因持有发行人股份而获得内幕信息的人；（3）因雇佣关系、职业或履行职责而获得内幕信息的人员，主要是律师事务所、会计师事务所及其职员等。所谓次要内幕人员指的是对事实充分了解（who with full knowledge of the facts possesses inside information），通过直接或间接的渠道占有内幕信息的除主要内幕人员之外的其他人。

根据日本《证券交易法》第 166 条规定，证券发行公司的内幕人员包括：（1）董事、监察人、因执行职务而获得内幕信息的职员（含兼任）；（2）按照商法典第 293-6 条的规定，有权检查公司帐目的股东或依据优先出资法的规定而享有权利的股东，因行使该权利而获得内幕信息的；（3）对公司有法定检查权，因行使该项权利而获得内幕信息的，如主管机关、法院；（4）与公司有法定契约关系的人，因履行契约而获得内幕信息的人（包括其职员），如与发行公司有业务往来的公司、律师、会计师、银行等；（5）为上述主体中的高级职员，因职务而获得内幕信息的；（6）上述人员在离职后一年内仍然被看成公司的内幕人员；（7）从上述公司内幕人员处获得内幕信息的人，即信息受领人，但其必须对信息提供者属于上述公司内幕人员的身份知悉，才会承担法律责任。

我国香港《证券（内幕交易）条例》的规定，内幕人员是指与一间机构有关连的个人和机构，以及掌握以特殊身份获得有关消息的个人和团体，具体包括：

---

<sup>①</sup> 参见“美国如何对待内幕交易——细看 IBM 收购莲花公司内幕交易案的监管和诉讼”，《新财富》2002 年 1 月号 76-83 页。

公司及其关联公司的董事、雇员或合伙人；公司大股东或关联公司大股东的董事、雇员或合伙人；与公司或其关联公司的高级职员或大股东有专业或商业关系而能接触公司内部消息的人；因与另一间公司存在关联关系而可能知悉某公司上市证券收购事宜的人员；以及与上述人员有关的机构；因职务关系获得关于一间公司有关消息的政府公职人员、政府机构或法人团体的其他成员或雇员等。

根据我国台湾《证券交易法》第 157 条之一条款规定，内幕人员分为三类：公司内部人，包括公司董事、监察人及经理人，持有公司股份超过 10% 的股东；准内部人（又称市场内部人），即基于职业或控制关系获悉消息的人；信息受领人，从上述人员处获悉消息的人。

我国《证券法》第六十八条将知悉内幕信息的知情人员分为七类：发行股票或者公司债券的公司董事、监事、经理、副经理及有关的高级管理人员；持有公司百分之五以上股份的股东；发行股票公司的控股公司的高级管理人员；由于所任公司职务可以获取公司有关证券交易信息的人员；证券监督管理机构工作人员以及由于法定的职责对证券交易进行管理的其他人员；由于法定职责而参与证券交易的社会中介机构或者证券登记结算机构、证券交易服务机构的有关人员；国务院证券监督管理机构规定的其他人员。

### 3、对内幕交易行为的认定

在对内幕交易行为的认定方面，主要涉及举证责任问题，即对内幕交易的认定是否需要证明内幕交易人的行事意图。在这方面，世界各国主要分为两种：

#### （1）大多数国家目前仍然实行举证责任在控方的制度

在 1968 年重订《威廉斯法案》（Williams Act）之前，美国对内幕交易的起诉必须证明内幕交易人有行事意图，即控方必须证明这些人有欺诈、操纵的企图。现在，世界上多数国家依然实行这样的制度。由于举证责任在控方，证券监管机构对内幕交易的认定非常困难。

#### （2）美国、香港等国家和地区实行举证责任在辩方的举证责任倒置制度

美国规则 14e-3 明确指出，对内幕交易的认定，控方不需要证明被告的行事意图，只要有内幕交易的事实，不管是谁，只要你直接或间接、有意或无意得到这个内幕信息（初级举证责任在控方），都被假设为从事了内幕交易，被告必须提供所有证据来证明自己的清白（次级举证责任在辩方）。一旦美国证券交易委员会证实内幕人员有从事内幕交易的事实，被控方除非提供有力证据证明自己的清白，否则就将遭到美国证券交易委员会的民事诉讼或者通过司法部进行的刑事诉讼。

我国香港也对内幕交易的认定实行严格责任原则，即掌握内幕消息的人一旦

发生《证券（内幕交易）条例》规定的内幕交易行为即将被裁定为内幕交易者，除非当事人能够证明自己不存在进行内幕交易的主观故意，即证明自己不是为了利用消息牟取利润或减少损失。这种严格责任原则表现为，交易者必须证明其进行交易的目的是为了取得作为该公司董事所需的资格股，或是为了真诚地履行证券的包销协议，或是在真诚地执行其清盘人、破产管理人或破产财产委托人义务，或是严格遵照他人的委托而进行的，以及其他不是利用有关信息牟利或避免损失的目的。交易者如果能够证明交易对方在交易前已经知道有关消息，也不被裁定为内幕交易者。任何机构如果能证明与其关联的另一机构进行内幕交易的决定并非其所作出的，也未对此提供意见，并已做好消息的保密工作确保另一公司不可能获得有关消息，则它也不属于内幕交易者。

从世界各国对内幕交易的认定来看，在证明行事意图问题上也在逐步向美国靠拢。例如，1970 年以来，法国证监会（COB）对于内幕交易举证责任依刑法处置，但需要由控方证明被告的行事意图。由于在实践中控方举证非常困难，1983 年和1988 年法国对有关立法进行了修改，在某些情况下控方不需要证明内幕交易人的行事意图。

#### **4、对内幕交易的处罚**

各国法律规定的对内幕交易的处罚手段通常都包括三种，即：行政处罚；民事责任；刑事处罚。

##### **（1）行政处罚**

对于内幕交易者，各国证券监管机构通常都有权实行罚金、没收违法所得、禁止从事证券业务等形式的行政处罚。

罚金是最常见的形式，几乎所有国家和地区的立法对此都有规定。美国法律规定，在证券内幕交易的案件中，证券交易委员会有权要求法院对被告处以罚金，罚金数额最高可达到被告从事证券内幕交易所获得利益或者所避免损失金额的 3 倍；或要求对被告具有直接或间接控制权者缴纳罚金，罚金数额最高可达到被告从事证券内幕交易所获得利益或者所避免损失金额的 3 倍，但最高不得超过 100 万美元。香港规定，对于内幕交易者处以罚款，罚款数额一般不超过因内幕交易而获取利润或减少损失的三倍。我国《证券法》规定，对于从事内幕交易的人，责令其依法处理非法获得的证券，并处以违法所得一倍以上五倍以下或者非法买卖的证券等值以下的罚款。

没收违法所得。美国法律规定，对于内幕交易者，可要求被告交回因从事证券内幕交易所获得利益或所避免损失金额的现金，作为因被告行为而受损害的投资者的赔偿基金。香港规定，没收内幕交易的违法所得，包括进行该宗内幕交易所



获取的利润或减少的损失。日本《证券交易法》规定，内幕交易得到的财产予以没收，不能没收时（获利的现金其没有留存时），追缴其相当的金额。我国《证券法》第 183 条也有类似规定。

禁止从事证券业务，也是各国普遍采用的一种处罚。例如，美国《1934 年证券交易法》规定，对于从事内幕交易者，证券交易委员会可以要求法院发出禁止令，禁止其从事与证券有关的工作和行为。香港法律规定，内幕交易一旦认定，对于内幕交易者可以限制任职，即内幕交易有关个人在一定期间（一般不超过五年）内，不得出任上市公司或其他指明公司的董事、清盘人、财产接管人或财产管理人，也不得以任何方式直接或间接参与上市公司或其他指明公司的管理或与公司管理有关的活动。我国法律也规定了行业禁入的处罚。

## （2）民事责任

相对于行政处罚和刑事责任，各国法律对内幕交易者民事责任的规定较少，只有部分国家建立了内幕交易的民事责任制度。这是因为现代证券交易大多是通过集中竞价和电子计算机的自动撮合完成的，投资者众多，证券易手频繁，难以证明谁是内幕交易直接和真正的受害人。此外，证券价格瞬息万变，影响价格的因素也错综复杂，难以计算内幕交易的损害赔偿额。

美国禁止内幕交易的法律允许因为内幕交易而受到损害的投资者，通过一般民事诉讼程序要求被告给予民事损害赔偿。有关民事赔偿的立法主要体现在《1984 年内幕交易制裁法》《1988 内幕交易与证券欺诈执行法》中。这两项法案对《1934 年证券交易法》增加了新的 20A 和 21A 修正案。20A 规定，进行内幕交易的行为人对于在内幕交易发生时所购买或卖出的相对方负有赔偿责任。不过，该修正案对赔偿责任进行了限制，即：赔偿的总额不得超过在作为违法行为原因的交易中获得的利润或避免的损失；赔偿可以由证券交易委员会根据 21d 条款规定请求法院对于内幕交易人作出罚款的金额中冲抵一部分。

我国台湾地区《证券交易法》对内幕交易民事赔偿责任的规定具有较强的操作性。该法第 157 条规定，从事证券内幕交易者，“应就消息公开后 10 个交易日收盘平均价格之差额限度内，对善意从事相反买卖之人负损害赔偿责任，其情节重大者，法院得依从事相反买卖之人的请求，将责任限额提高至 3 倍”。

就内幕交易的行政责任和刑事责任，我国法律都作出了非常明确而且严厉的规定，但在内幕交易的民事责任上却存在欠缺。目前可以找到的作为追究内幕交易人民事责任的唯一法律依据就是《股票发行与交易管理暂行条例》第 77 条的规定，该条规定：“违反本条例规定，给他人造成损失的，应当依法承担民事赔偿责任。”除此外，对于内幕交易中的民事赔偿问题，在理论上和实务上都没有提出可行的操作方案，使得我国事实上没有建立起内幕交易的民事责任制度。

### （3）刑事处罚

世界各国普遍将证券内幕交易视为欺诈，构成刑事犯罪，规定给予刑事处罚。

美国《1934 年证券交易法》第 33 条规定，任何人（包括自然人、法人和非法团体）故意违反该法或者联邦证券交易委员会依据该法所制定的规则和规定，可以处 10 年以下有期徒刑，单初或并处 100 万美元以下的罚款；如被告非自然人，最高可以处以 250 万美元的罚金；对于从事多次内幕交易的被告，其刑期可视其从事证券内幕交易的次数而予以累计。刑事诉讼由美国联邦司法部通过联邦检察官提起，证券交易委员会也应将其发现的证券内幕交易案件送交联邦检察官提起刑事诉讼。

日本《证券交易法》对于内幕交易的处罚是较重的。其对于个人处以 3 年以下的有期徒刑或 300 万日元以下的罚款，或者两种并罚。在瑞士，从 1988 年起将内幕交易作为证券犯罪引入刑法，并对从事内幕交易的内幕人员和非内幕人员区别对待：对从事内幕交易的内幕人员处以三个月以上一年以下有期徒刑或罚金；对从事内幕交易的内幕信息获取者处以三个月以上一年以下有期徒刑或罚金。

我国台湾地区《证券交易法》第 175 条规定，对内幕人员进行证券交易，可处以 2 年以下有期徒刑、拘役、科或并科 15 万元以下罚金。

我国《刑法》第 180 条规定：证券交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券交易内幕信息的人员，在涉及证券的发行、交易或者其他对证券价格有重大影响的信息尚未公开前，买入或卖出该证券，或者泄露该信息，情节严重的，处 5 年以下有期徒刑或拘役，并处或单处违法所得 1 倍以上 5 倍以下罚金；情节特别严重的，处 5 年以上 10 年以下有期徒刑，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚金。

表 1：各国法律对内幕交易的处罚比较

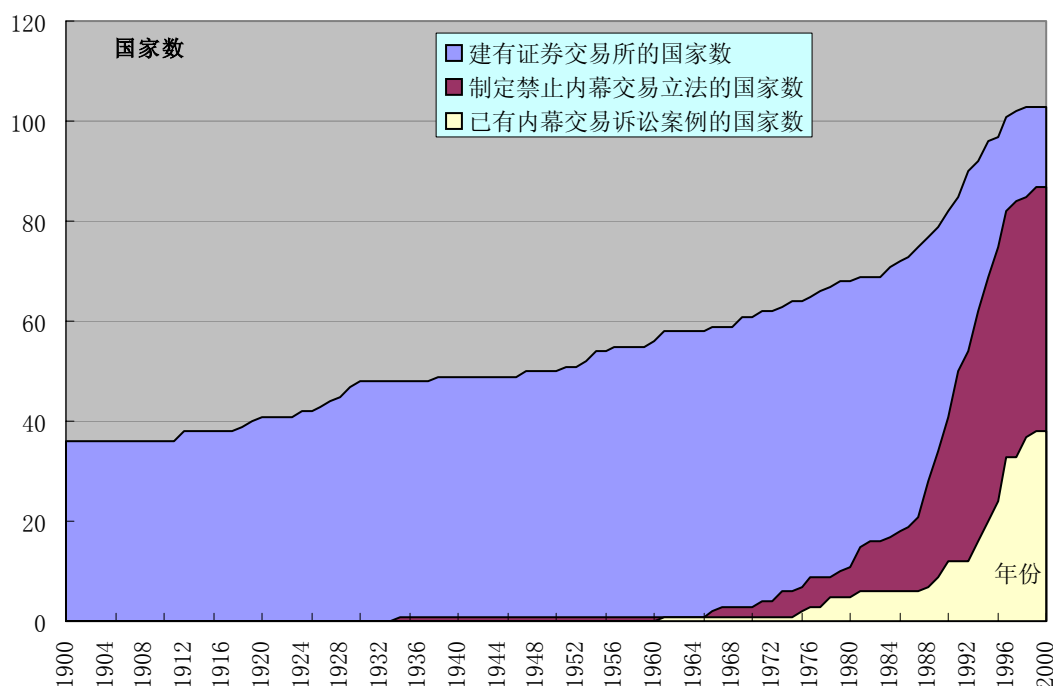
国家或地区	最高罚金	最高刑期	有否民事赔偿制度
美国	100 万美元(个人) 250 万美元(公司)	10 年	有
英国	没有限制	7 年	/
日本	300 万日元	3 年	无
澳大利亚	20 万澳元(个人) 100 万澳元(公司)	5 年	/
印度	50 万卢布	1 年	/
印度尼西亚	150 亿盾	10 年	/
香港	归还获利,加以 3 倍罚款	无	/
台湾	15 万台币	2 年	有
中国	1 倍以上 5 倍以下	10 年	无

#### 四、各国内幕交易执法情况

从世界各国禁止内幕交易的立法情况来看，禁止内幕交易已经成为全球性的共识。事实上，是否应该对内幕交易进行禁止，在学术界也有不同的意见。美国学者亨利·曼尼 1966 年提出了系统的反对禁止内幕交易的理论，并引起了广泛的关注（Henry Manne,1966; Stephen M. Bainbridge,1999,2001）。但正如一位学者指出的，“尽管法律、经济学和金融学的文献中关于是否应该禁止内幕交易还在争吵不休，但从实践的角度来看，这一争论已经划上了句号。”（Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk, 2002）自从 1934 年美国第一个制定禁止内幕交易的立法以来，目前世界上绝大多数国家都已经制定了禁止内幕交易的法律。

从图 2 我们可以清楚地看到，进入九十年代，各国立法对禁止内幕交易已经基本达成了共识，出现了明显的国际趋同现象。这一国际趋同现象和九十年代以来全球公司治理模式更加注重保护中小投资者权益的大趋势有着共同的背景（屠光绍，朱从玖，2001 年）。美国 1934 年制定了禁止内幕交易的立法，但第二个同类法律直到 1967 年才在法国出现，到了九十年代，明确立法禁止内幕交易成为世界各国共同的做法。根据美国学者的一项研究（Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk, 2002），截止 1998 年底，世界上共有 103 个国家拥有证券交易所，而其中 22 个发达国家全部都已经制定了禁止内幕交易的法律，81 个发展中国家或地区中也有 80%有了禁止内幕交易的立法。而在 1990 年之前，仅仅有 55 的发达国家和 39%的发展中国家或地区有类似法律。所有 103 个国家中制定内幕交易法律的时间的中位数是 1991 年，其中发达国家是 1989 年，发展中国家或地区是 1992 年。

图 2：各国内幕交易立法和执法时间



资料来源：（Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk, 2002）

拉波塔等人的研究表明，有效的公司治理不仅需要完善的法律架构对投资者进行保护，也需要强有力地执行相关法律（La porta, Lopez-de Silanes, Shleifer and Vishny, 1997,1998）。研究表明，真正对证券市场产生影响的并不是禁止内幕交易的立法措施，而是执法的行动（Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk, 2002）。

相对于禁止内幕交易的立法，禁止内幕交易的执法复杂得多。世界各国在禁止内幕交易的执法方面具有以下几个方面的特点：

### 1、执法落后于立法

根据前面提到的同一项研究，如果以第一个针对内幕交易的司法诉讼作为内幕交易执法的标志，禁止内幕交易的执法要比相应的立法落后得多（见图 2 及附表）（Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk, 2002）。事实上，即便是在被世界各国公认的禁止内幕交易最严格和最全面的美国，广泛对内幕交易进行诉讼也是较晚的事情。1934 年颁布的《证券交易法》明文禁止内幕交易，但在其证券监管体系建立后的近半个世纪里，该条款也几乎是个摆设，从未认真执行过，1961 年才出现了根据联邦法律进行的第一起内幕交易诉讼。直到半个世纪以后的七十年代，由于当时美国企业收购兼并盛行，投机分子乘机利用企业并购内幕信息进行内幕交易的行为十分猖獗，严重地扰乱了证券市场，美国证券交易委员会才被迫出击。从表 2 中我们可以看到，二十世纪八十年代以来，美国对内幕交易的平均罚款额等于内幕交易利润，但最高罚款倍数为利润的 9.29 倍，惩罚力度是非常大的。

从全球范围来看，截止 1990 年，仅仅只有 9 个国家根据各自的内幕交易立

法对内幕交易者提起了司法诉讼。其中，22 个发达国家中也仅有 23%有过内幕交易司法诉讼，81 个发展中国家或地区中仅有 7%曾经有过内幕交易的司法诉讼。

表 2：20 世纪 80 年代美国被监控的内幕交易金额及罚款额（单位：美元）

	平均数字	最大数字
内幕交易利润	24673	23832480
内幕交易逃避损失	23575	471365
第一手内幕交易人数	1	17
第二手内幕交易人数	2	22
第一手内幕交易利润	39103	19030000
第二手内幕交易利润	158113	1794717
总罚款	21000	25150020
罚款与内幕交易利润比例	1	9.29

资料来源：“内幕交易与监管”，郎咸平，《财经》2001 年 8 月号。

2、九十年代以来世界各国出现了加强执法的共同趋势

九十年代以来，加强投资者保护成为全球性的潮流，内幕交易的执法活动得到强化。截止 1999 年，全球 103 个拥有证券交易所的国家中，已有 38 个国家曾经执行过禁止内幕交易的法律。发达国家中的 82%都已经进行过内幕交易诉讼，但在发展中国家或地区的中，仍然只有 25%进行过内幕交易诉讼。从发起第一件内幕交易诉讼的时间的中位数来看，发达国家和发展中国家都是 1994 年。也就是说，世界各国普遍开始执行禁止内幕交易立法大体是从九十年代初期后开始的。

3、各国执法差异仍然很大

从表 3 来看，美国目前仍然是世界上禁止内幕交易最严格的国家，不仅对内幕交易规定了最严厉的处罚，而且最后定罪的内幕交易案件远多于其他国家。日本尽管制定了严格的禁止内幕交易的法律，但对内幕交易的监管执法仍比较宽松。1988-1998 年 10 年间日本只处罚了 11 起内幕交易案件。其数目不够多，其处罚的内容也多为罚款或者是有期徒刑的缓期执行，只是在 1999 年的东亚钢铁股票案件的一审判决中才对于丸红常务董事处以有期徒刑 1 年。这样的数量对于可能发生的内幕交易的事件相比自然是小得多，这充分反映了发现内幕交易和举证的困难，也令人对日本现行的内幕交易法律制度的有效与否产生怀疑。

在禁止内幕交易成为世界潮流的环境下，各国纷纷制定了禁止内幕交易的法律。但执法比立法难，也是一个较为普遍的现象。与各国在禁止内幕交易立法方面的一致性相比，多数国家在内幕交易执法方面存在问题，表现出立法严而执法

松的特点。

表 3：不同国家（地区）对内幕交易定罪的比较

国家或地区	定罪
美国	50 起(1980-1988 年) 77 起(1994-1997 年)
英国	23 起(1980-1994 年)
日本	11 起(1988-1998 年)
澳大利亚	3 起(自 1991 年)
印度	1 起
印度尼西亚	0 起
香港	3 起(1974-1990 年)
中国	0 起

资料来源：“内幕交易监管的国际比较”，刘裕辉，《证券市场导报》1999 年 9 月。

主要有两个方面的因素限制了内幕交易的执法：

一方面，证券监管机构缺乏执法的主观愿望。这方面相应的理论很多，除了对内幕交易带来的危害重视不够外，一些国家还认为严厉的执法会不利于证券市场的发展。有学者指出：“总而言之，许多司法当局显然是或者没有兴趣、或者没有作好准备投入必要的资源以切实实施它们的反内幕交易立法。”（Stamp and Welsh, 1996 年）在九十年代之前，英美模式的证券市场治理模式并没有成为世界性的潮流。但随着世界证券市场的日益全球一体化，以及日本模式的证券市场治理模式陷入困境，重视中小投资者保护的英美模式逐渐成为世界各国仿效的对象。正是在这样的大背景下，各国纷纷加强了保护投资者权益的立法，各国证券监管机构纷纷把保护中小投资者权益作为监管工作的核心目标。尽管如此，许多国家或地区的证券监管当局仍然强调在投资者保护和商业自由之间的平衡。<sup>①</sup>

另一方面，内幕交易的执法也存在许多困难。内幕交易行为具有发现难、查处难的特点，这是世界各国、各地区所共同面临的难题。首先这是因为从事内幕交易本身是非常容易的，内幕交易常常并不是内幕人员自己所为，而是通过他们的亲戚朋友的名义，监管成本非常高；其次，内幕交易的手段非常复杂，内幕交易人往往对内幕交易的各种方法非常熟悉，也熟悉监管当局的监管技术，不断创造出更新更复杂的交易方式，使监管人防不胜防；第三，内幕交易的认定和取证

<sup>①</sup> 例如，香港证券交易所的前总裁在 1999 年指出，监管者有必要在投资者过度保护和保护不足两方面达到平衡，“某些发达国家的监管方向也许是错误的，它们有的像市场的保姆那样做得太多，或者制定太多含糊不清的规则和条例压制了市场的灵活性。香港的哲学是要尽可能采取实用的、非官僚主义的方式来监管市场。”近年来，香港证监会在内幕交易监管方面的做法遭到一些学者的诟病。再如，我国长期以来也存在证券市场规模和发展优先方面的争论。

非常困难，监管当局在技术上、人力上和成本上都面临很大的困难。美国等国家或地区为了强化对内幕交易的打击，采取依靠社会力量来监督的方法，并采用了次级举证责任在辩方的方法，对内幕交易人构成了强大的威慑力。但受种种因素制约，大多数国家并没有采用这一制度。斯坦普和威尔什指出：“在许多普通法国家，取证实在太难，这使得诉讼非常困难。在其他的法律体制下，这一问题又被立法当局试图开出一份详尽的违法清单而恶化，因为老练的内幕交易者可以充分地对其之进行利用。另一方面，更多的国家根本缺乏执法的政治愿望。”（Stamp and Welsh, 1996 年）凡此种种，内幕交易的查处难度是非常大的，以致于有人将之称为“无法取胜的战争”。

总之，从世界各国禁止内幕交易立法的实践来看，禁止内幕交易已经成为全球性的共识，绝大部分国家都已经制定了规制内幕交易的法律法规。与立法方面的一致性形成对比的是，各国在禁止内幕交易的执法方面表现出较大的差异，许多国家都存在严格立法却宽松执法甚至不执法的现象。我国虽然也制定了严格的禁止内幕交易的法律，但到目前为止，中国证监会共对 10 起内幕交易行为做出过行政处罚<sup>①</sup>，对内幕交易的法律诉讼尚是空白<sup>②</sup>。

## 五、我国内幕交易监管的问题与对策

经过十余年的快速发展，我国证券市场已经成为金融市场的重要组成部分，在国民经济中发挥着越来越大的作用。在取得巨大成就的同时，我国证券市场也存在着许多问题，内幕交易泛滥就是其中的一种。尽管我国在证券市场发展的初期就制定了禁止内幕交易的法律法规，但由于种种原因，这些法律法规没有能够得到认真的执行。其结果是在年轻的中国证券市场上，内幕交易横行无忌，严重地损害了中小投资者的权益，也助长了市场投机气氛，危害了证券市场的长远发展。

多项实证研究都证明我国证券市场存在严重的内幕交易行为。“上证联合研究计划”第一期课题“沪深股票市场公司重组绩效实证研究”通过对我国证券市

---

<sup>①</sup> 根据笔者统计，到 2000 年底为止，中国证监会共处理并公布了 10 件内幕交易案例，分别是：中国农业银行襄樊市信托投资公司内幕交易案、张家界旅游开发公司内幕交易案、北大方正副总裁王川内幕交易案、四川托普发展总裁戴礼辉内幕交易案、攀钢集团公司俞梦文内幕交易案、天津立达任建军、刘艳违规买卖股票案、天津立达董事高法山内幕交易案、信达广州天河营业部陈臣违规买卖股票案、南方证券、北大车行等机构和个人内幕交易案、轻骑集团等机构和个人内幕交易案（详细内容参见中国证券监督管理委员会有关公告）。此外，1994 年被起诉判刑的关维国受贿案也涉及内幕交易，1993 年 9 月的“宝延风波”也涉及到内幕交易中的短线交易行为。

<sup>②</sup> 关维国受贿案中法院虽然认定了其从事内幕交易的事实，但却只是以受贿罪判处关维国 6 年有期徒刑，并没有非法所得，并没有对其内幕交易行为进行处罚。



场重组频发期（1997—1999 年）所有不同类型重组事件的研究发现，股票市场  
对上市公司重组尤其是控制权转让存在明显和强烈的提前反应，这说明公司重组  
中存在严重的内幕交易行为（万朝领等，2001 年）。另一项研究在对深圳证券交  
易所全部 A 股上市公司在 1999-2000 年重大事件信息披露前后的股价异动情况进  
行实证分析后得出结论：“我国股市可能存在比较严重的利用内幕消息操纵股价  
的现象，获得内幕信息的操纵者集中资金优势在信息披露前买入股票，在信息公  
告后抛售股票或者继续拉抬股价。”（何佳，何基报，2001 年）

与国外经验相比，我国证券市场中的内幕交易行为有以下几个方面的特点：

（1）普遍性与隐蔽性。内幕交易在证券市场上普遍存在，大批投资者卷入  
其中，成为证券市场上公开的秘密。同时内幕交易却又非常隐蔽，绝大多数内幕  
人员在从事内幕交易时并不使用自己的帐户，这使得对内幕交易的查处和取证非  
常困难。

（2）主体的多样性。从事内幕交易的既有个人，也有许多机构，如上市公  
司、证券公司、各种投资公司等，这和美国内幕交易主体主要是上市公司和证券  
经营机构内部人员有很大区别。

（3）违法行为关联性。内幕交易往往和市场操纵、证券欺诈等其他形式的  
违法行为相关联，不少上市公司及其内幕人员与市场机构投资者勾结，利用信息  
操纵市场，常常发布虚假信息误导其他投资者，形成“庄股”这种综合性的证券  
违法形态。在股价猛涨的背后，往往是市场操纵、内幕交易、发布虚假信息等等  
各种形式的证券违法违规行为共同存在，形成了复杂的证券犯罪形态<sup>①</sup>。

（4）内幕交易常与上市公司重组有关联。在上市公司重组过程中内幕交易  
普遍存在，不少公司重组甚至根本就是为了操纵股价和获得对上市公司内部信息  
的操纵权而进行的。大量假重组、报表重组的背后，一些投机机构主动与上市公  
司勾结，利用资产重组的题材进行股价操纵，上市公司大股东及管理层、相关的  
中介机构人员、各种获悉消息者则放肆进行内幕交易，获取暴利。

尽管在中国证券市场上内幕交易和市场操纵普遍存在已得到大量实证研究  
的证实，但据统计，截止 2002 年 12 月，中国证监会公开处罚的证券违法犯罪案  
件中，内幕交易和市场操纵占全部案件的比重分别只有 2.6% 和 5.5%，在 10 种  
违法类型中分别居于第 8 位和第 6 位，显然与现实存在差距。这也证明现阶段我  
国证券监管部门还没有找到有效地打击内幕交易和市场操纵的方法（游士兵，吴  
圣涛，2001 年）。

---

<sup>①</sup> 目前我国证券市场存在的各种违法行为有内幕交易、市场操纵、虚假信息、以及其他欺诈性  
行为。相比较而言，操纵市场几乎到了公开化的程度，各类“庄家”肆无忌惮地操纵股票价  
格，影响最为恶劣，严重损害了中小投资者利益，甚至造成了中国证券市场的信任危机。



显然，加大对内幕交易的制裁力度已经成为我国证券市场当前的一项紧迫课题。但我们也必须认识到，内幕交易在我国证券市场的泛滥，是多方面因素所导致，从根本上讲是我国法制建设整体水平落后的一种表现，也是我国整体公司治理水平低下的一个必然结果。要达到美国等先进国家内幕交易监管的水平，需要一定的时间，需要采用系统化的解决方案。现阶段我们可以从以下几个方面来采取措施，加强对内幕交易的监管：

（1）提高证券监管的执法水平，追究内幕交易的刑事责任，形成对内幕交易的强大威慑力。

法律的威慑力并不在于其条文字面上的严厉程度，而在于其明确规定的法律条文能否得到切实的执行。我国已经制定了较为完整和严厉的禁止内幕交易法律，但长期以来没有能够有效地实施。造成这一局面的原因主要是两个方面：执法的意愿不强；执法中的难度较大。随着严格监管逐渐成为中国证券市场发展的共识，执法意愿不强的问题将逐步得到解决。执法难度大，主要是内幕交易调查取证较难。为了提高执法水平，首先，应该进一步强化证券监管稽查队伍，增强证券交易所一线监管的功能；其次，应该对我国有关证券监管的法律作出适当修改，授予中国证监会查处内幕交易更大的稽查、执法权力的执法权力<sup>①</sup>；第三，修订银行保密条例，保证证监会能获得银行帐户信息，以进行稽查调查和检查证券公司；第四，可以考虑对内幕交易、市场操纵等证券违法行为建立特别的举证责任制度，采用美国举证责任倒置（举证责任在辩方）的制度，减轻证券执法的取证难度；<sup>②</sup>第五、我国证券市场的一些基础性制度应得到改善，应该加快实施证券交易的实名制，如果能够有效地实施证券交易的实名制，查处内幕交易的取证难度将大为降低。

我国禁止内幕交易的法律虽然对内幕交易规定了刑事处罚，但到目前为止，我国尚没有对内幕交易提起司法诉讼的案例。被查处的内幕交易，仅仅是受到中国证监会的行政处罚。一来受到查处的内幕交易极少，二来被查处的内幕交易并

---

<sup>①</sup> 从我国和美国证券监管机构执法的权力比较来看，中国证监会在调查权方面存在一定的问题。美国证券交易委员会的调查权力相当大，具有很大的威慑力。虽然我国《证券法》赋予中国证监会广泛的调查权，包括查阅、复制相关证券交易记录、登记过户记录、财务会计资料及其他相关文件和资料；查询当事人和与被调查事件有关的单位和个人的资金帐户、证券帐户，对有证据证明有转移或者隐匿违法资金、证券迹象的，可以申请司法机关予以冻结。但是，这些规定的可操作性差，其他政府部门经常以缺乏配套规定为由不予配合，而使这些调查权力难以落实。此外，从诉讼权力来看，美国证监会可以自行代表公众对违法者提起民事诉讼，也可以要求司法部提起刑事诉讼。而中国证监会不可以直接向法院提起民事诉讼，当证监会在调查中发现证券违法行为涉嫌犯罪的，应在 48 小时内移交公安机关。公安机关受理后，证监会的调查终止。目前，我国已经加强了证监会与公安机关的配合。

<sup>②</sup> 我国是否可以建立美国“次级举证责任在辩方”的举证责任倒置制度，存在很大争议。

未受到严厉的法律制裁。这严重地降低了法律对内幕交易的威慑力。证券监管应该积极地利用司法手段，对违反法律的内幕交易给予严厉的法律制裁，追究内幕交易者的刑事责任，落实我国禁止内幕交易法律的刑事责任规定。

(2) 进一步完善禁止内幕交易的立法，建立惩处内幕交易的民事赔偿制度。

我国证券立法没有建立明确的内幕交易民事责任制度，这影响了对内幕交易的惩罚力度。建立惩处内幕交易的民事赔偿制度的积极意义在于：可以对内幕交易的受害者给予充分的补偿，有效保护投资者的合法权益；可以更有效地制裁内幕交易，预防与遏止内幕交易行为的发生；可以通过民事责任的方式动员广大投资者来参与对内幕交易的监控<sup>①</sup>，可以更有效地加强对证券市场的监管；可以充分发挥司法机构对内幕交易的裁判功能。

因此，我国应进一步完善禁止内幕交易的有关法律，建立和完善我国证券法中的民事责任制度。首先证券法中要对内幕交易的民事责任作出明确规定，建立民事赔偿的基础；其次，要完善证券法中民事责任的诉讼制度，可以参照国际经验建立集体诉讼制度，也可以参照台湾“证券市场发展基金会”的模式建立团体诉讼制度，也可以采用股东派生诉讼制度；第三，在条件成熟时还可以考虑在民事诉讼中采用“举证责任在辩方”的举证责任制度，减轻民事诉讼的举证责任，强化对内幕交易的打击力度。

(3) 强化信息披露，建立更严格、科学的内幕交易预防制度。

严格的信息披露，是预防与发现内幕交易的重要保证。首先，我国应该进一步规范上市公司的信息披露，上市公司必须及时、全面、准确、公平地披露信息，减少内幕人员利用内幕信息投机的机会；其次，要强化对中介机构对内幕信息的管理，在证券公司内部建立信息传播的“中国墙”(Chinese Wall)，防止中介机构利用内幕信息获利；第三，要建立严格的内幕人员持股报告制度，对于上市公司内幕人员和证券公司、律师事务所、会计师事务所等等中介机构的内幕人员，以及持股数量达到5%以上的大股东，要严格要求其申报持股种类、数量及其变动情况，并及时地公开披露。

(4) 改善证券市场的各种基础设施，真正实现证券交易实名制。

美国之所以能够较为有效地查处内幕交易行为，与美国完善的市场基础设施是分不开的。在美国，要利用他人帐户或者假帐户进行证券交易是很困难的。我国现行证券登记结算制度表面上也是实名制，但在我国现有居民身份证管理制度下，我国证券交易中普遍存在虚假帐户交易的情况。因此，真正实现证券交易实名制是制止内幕交易的一个必要手段。为此，可以进行以下几个方面的改革：取

---

<sup>①</sup> 通过内幕交易的民事赔偿制度，美国动员了社会力量来打击内幕交易，这是美国对内幕交易监管保持较高效率的一个重要原因。

消两个交易所分别开户，投资者只拥有单一的股票帐户；严厉制裁利用他人帐户从事交易的行为；与其他部门合作，将投资者的证券帐户与其他经济和社会活动的身份识别（例如银行帐户、社会保险号码、等等）结合统一起来，建立完整统一的个人信用制度，加重内幕交易人利用他人帐户交易的成本，并且便利证监会和其他投资者对内幕交易的识别。

总之，内幕交易在我国证券市场的泛滥严重损害了投资者的合法权益，影响了证券市场的健康发展，必须加强对内幕交易的监管和制裁。但也必须认识到，内幕交易查处本身难度较大，要达到国外先进国家对内幕交易的监管水平，需要一定的时间，要采用系统的措施。

**附表 1：各国（地区）内幕交易立法和执法情况**

国家	主要交易所 建立时间	内幕交易 立法时间	第一个内幕交易 诉讼时间	股东权利 指数
发达国家及地区				
澳大利亚	1859	1991	1996	4
奥地利	1771	1993	无	2
比利时	1801	1990	1994	0
加拿大	1878	1966	1976	4
丹麦	1919	1991	1996	3
芬兰	1912	1989	1993	2
法国	1826	1967	1975	2
德国	1585	1994	1995	1
香港	1891	1991	1994	5
爱尔兰	1793	1990	无	3
意大利	1808	1991	1996	0
日本	1878	1988	1990	4
卢森堡	1929	1991	无	
荷兰	1600	1989	1994	2
新西兰	1870	1988	无	4
挪威	1819	1985	1990	3
新加坡	1930	1973	1978	4
西班牙	1831	1994	1998	2
瑞典	1863	1971	1990	2
瑞士	1938	1988	1995	1
英国	1773	1980	1981	4
美国	1792	1934	1961	5
新兴市场				

阿根廷	1854	1991	1995	4
亚美尼亚	1993	1993	无	
巴林	1987	1990	无	
孟加拉国	1954	1995	1998	
巴巴多斯	1987	1987	无	
百慕大	1971	No	无	
玻利维亚	1979	No	无	
博茨瓦纳	1989	No	无	
巴西	1890	1976	1978	4
保加利亚	1991	无	无	
智利	1893	1981	1996	4
中国	1990	1993	无	
哥伦比亚	1928	1990	无	1
哥斯达黎加	1976	1990	无	
克罗地亚	1918	1995	无	
塞浦路斯	1996	1999	无	
捷克	1871	1992	1993	
厄瓜多尔	1969	1993	无	2
埃及	1890	1992	无	2
萨尔瓦多	1992	无	无	
爱沙尼亚	1996	1996	无	
加纳	1989	1993	无	
希腊	1876	1988	1996	2
危地马拉	1986	1996	无	
洪都拉斯	1992	1988	无	
匈牙利	1864	1994	1995	
冰岛	1985	1989	无	
印度	1875	1992	1998	2
印度尼西亚	1912	1991	1996	2
伊朗	1966	无	无	
以色列	1953	1981	1989	13
牙买加	1961	1993	无	
约旦	1978	无	无	1
哈萨克斯坦	1997	1996	无	
肯尼亚	1954	1989	无	3
科威特	1984	无	无	
拉托维亚	1993	无	无	
黎巴嫩	1920	1995	无	
立陶宛	1926	1996	无	

马其顿	1996	1997	无	
马拉维	1996	无	无	
马来西亚	1973	1973	1996	13
马耳他	1992	1990	无	
毛里求斯	1988	1988	无	
墨西哥	1894	1975	无	0
摩尔多瓦	1994	1995	无	
蒙古	1991	1994	无	
摩洛哥	1929	1993	无	
纳米比亚	1992	无	无	
尼日利亚	1960	1979	无	3
安曼	1988	1989	1999	
巴基斯坦	1947	1995	无	5
巴勒斯坦	1995	无	无	
巴拿马	1990	1996	无	
巴拉圭	1977	1999	无	
秘鲁	1951	1991	1994	13
菲律宾	1927	1982	无	4
波兰	1817	1991	1993	
葡萄牙	1825	1986	无	2
罗马尼亚	1882	1995	无	
俄罗斯	1994	1996	无	
沙特阿拉伯	1984	1990	无	
斯洛伐尼亚	1991	1992	无	
斯洛文尼亚	1924	1994	1998	
南非	1887	1989	无	4
韩国	1956	1976	1988	3
斯里兰卡	1896	1987	1996	2
斯瓦茨兰	1990	无	无	
台湾	1961	1988	1989	3
坦桑尼亚	1998	1994	无	
泰国	1974	1984	1993	3
特利尼达和多巴哥	1981	1981	无	
突尼斯	1969	1994	无	
土耳其	1866	1981	1996	2
乌克兰	1992	无	无	
乌拉圭	1867	1996	无	2
乌兹别克斯坦	1994	无	无	
委内瑞拉	1840	1998	无	1

南斯拉夫	1894	1997	无	
赞比亚	1994	1993	无	
津巴布韦	1896	无	无	3

资料来源: Bhattacharya, Utpal and Hazem Daouk,2002, “The world price of insider trading”, *Journal of Finance*, February 2002.

附表 2：各国（地区）禁止内幕交易法规比较

国家或地区	有关立法	对内幕信息的认定	对内幕交易主体的认定	举证责任	对内幕交易的处罚		
					行政处罚	民事责任	刑事处罚
美国	《1933 年证券法》第 17 条 a 款 《1934 年证券交易法》第 10 条 b 款 规则 10b-5 规则 14e-3 《1984 年内幕交易制裁法》 《1988 年内幕交易与证券欺诈执行法》	重大信息（Material Information） 非公开信息（Non-public information） 被告是否知道该信息尚未公开	经典的内幕人，推定的内幕人（或者称临时性内幕人员）和内幕信息的知悉者	举证责任在辩方	罚金 没收非法所得 禁止从事证券业务	有	10 年以下有期徒刑，单初或并处 100 万美元以下的罚金（自然人）或 250 万美元的罚金（非自然人）
欧盟	《欧共体内幕交易指引》，89/592/EEC 《欧盟内幕交易和市场操纵指引》	“与一个或更多金融工具的发行人或者一个或更多金融工具有关的、未公开、性质明确、如果公开可	主要内幕人员和次要内幕人员。主要内幕人员（包括自然人和法人）又被分为三类：（1）任何因其作为发行人的行政管理		有	无	有

		能对这些金融工具的价格或者这些金融工具的衍生金融工具的价格产生重大影响的信息” 未公开，明确，可能对价格产生重大影响	机构、经营机构和监督机构的成员而获得内幕信息的人员，即公司的董事、监事以及高级管理人员等； (2) 任何因持有发行人股份而获得内幕信息的人； (3) 因雇佣关系、职业或履行职责而获得内幕信息的人员，主要是律师事务所、会计师事务所及其职员等。所谓次要内幕人员指的是对事实充分了解，通过直接或间接的渠道占有内幕信息的除主要内幕人员之外的其他人。				
德国	《证券交易法》(1994 年)	非公开,价格敏感性	机构内部人 其他主要内部人 内幕信息的知悉者	举证责任在方	罚金 没收非法所得 禁止从事证券业务	无	监禁 罚款
法国	1967 年“67-833 号法令”	非公开,价格敏感性	机构内部人 其他主要内部人	在某些情况下 不需证内交人行的	罚金 没收非法所得	无	监禁 罚款

				示意图			
意大利	金融中介统一法案(1998年)	非公开,明确,价格显著敏感	机构内部人 其他主要内部人 内幕信息的知悉者	举证责任在方		无	监禁 罚款
英国	《2000年金融服务和市场法案》 《刑事审判法》(1993年)	非公开,明确,价格显著敏感	机构内部人 其他主要内部人 内幕信息的知悉者	举证责任在方	罚金 没收 非法所得	无	监禁 罚款
日本	《证券交易法》	列举式界定:基于公司决策的重要事实;基于一定事实发生的重要事实;基于预测的重要事实;对投资者决定有影响的其他重要事实	(1)董事、监察人、因执行职务而获得内幕信息的职员(含兼任); (2)按照商法典第293-6条的规定,有权检查公司帐目的股东或依据优先出资法的规定而享有权利的股东,因行使该权利而获得内幕信息的; (3)对公司有法定检查权,因行使该项权利而获得内幕信息的,如主管机关、法院; (4)与公司有法定契约关系的人,因履行契约而获得内幕信息的人(包括其职员),如与发行公司有业务往来的公司、律师、会计师、银行等; (5)为上述主体中的高级职员,因职务而获得内幕	举证责任在方	罚金 没收 非法所得	无	3年以下的有期徒刑或300万日元以下的罚款,或者两种并罚



			信息的；（6）上述人员在离职后一年内仍然被看成公司的内幕人员；（7）从上述公司内幕人员处获得内幕信息的人，即信息受领人，但其必须对信息提供者属于上述公司内幕人员的身份知悉，才会承担法律责任。				
我国台湾地区	《证券交易法》	非公开,对股票价格有重大影响	公司内部人,包括公司董事、监察人及经理人,持有公司股份超过 10% 的股东; 准内部人（又称市场内部人），即基于职业或控制关系获悉消息的人; 信息受领人, 从上述人员处获悉消息的人	举证责任在方	罚金没收非法所得禁止从事证券业务	有	2 年以下有期徒刑、拘役、科或并科 15 万元以下罚金
我国香港地区	《证券条例》 《证券（内幕交易）条例》（1990 年）	未公开,对证券价格能产生重大影响的有关上市公司的消息	与一间机构有关连的个人和机构, 以及掌握以特殊身份获得有关消息的个人和团体	举证责任在方	罚金没收非法所得禁止从事证券业务	无	监禁 罚款
中国	《禁止证券欺诈行为暂行办法》1993 年 9 月 22 日 《证券法》1999 年 7 月 1 日 《刑法》1997	未公开,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	七类: 发行股票或者公司债券的公司董事、监事、经理、副经理及有关的高级管理人员; 持有公司百分之五以上股份的股东; 发行股票公司	举证责任在方	罚金没收非法所得禁止从事证券业务	无	5 年以下有期徒刑或拘役, 并处或单处违

	年 10 月		的控股公司的高级管理人员；由于所任公司职务可以获取公司有关证券交易信息的人员；证券监督管理机构工作人员以及由于法定的职责对证券交易进行管理的其他人员；由于法定职责而参与证券交易的社会中介机构或者证券登记结算机构、证券交易服务机构有关人员；国务院证券监督管理机构规定的其他人员。				法 所 得 1 倍 以 上 5 倍 以 下 罚 金；情 节 特 别 严 重的， 处 5 年 以 上 10 年 以 下 有 期 徒刑， 并 处 违 法 所得 1 倍 以 上 5 倍 以 下 的 罚 金
--	--------	--	--	--	--	--	---

#### 参考文献：

Bainbridge, Stephen M., 1999. Insider Trading. *Encyclopedia of law and economics*. Feb., 1999.

Bainbridge, Stephen M., 2001, “The law and economics of insider trading: a comprehensive primer”, [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=261277](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=261277).

Bhattacharya, Utpal and Hazem Daouk, 2002, “The world price of insider trading”, *Journal of Finance*, February 2002.

Coffee, John C. Jr., 1999. “Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure”, *Journal of Corporation Law*, Vol.25, 1999.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 2001. “Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation (market abuse)”, (presented by the Commission). Brussels, 30.05.2001

Johnson, Simon and Andrei Shleifer, 1999, “Coase v. the Coasians”, **NBER Working Paper No.w7447, Issued in December 1999.**

La Porta, Rafael., Florencio Lopex-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1997. “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance* 52.

La Porta, Rafael., Florencio Lopex-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1998, “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 106.

La Porta, Rafael., Florencio Lopex-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 2000, "[Investor Protection and Corporate Governance](#)", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1, 1-25, October, 2000

Ratner, David L., 1996. ***Securities Regulation***. West Publishing Co.

Stamp, Mark and Carson Welsh, 1996. ***International Insider Dealing***. FT Law and Tax, Biddles Limited, Guildford, UK.

高如星，王敏祥，2000 年，《美国证券法》，法律出版社 2000 年出版。

何佳，何基报，2001 年，“深证股票市场重大事件信息披露与股价异动实证研究”，深圳证券交易所综合研究所研究报告。

姜丽勇，2000 年，“论内幕交易民事赔偿法律制度的建立”，《证券市场导报》2000 年第 5 期。

李朝晖，2000 年，《证券市场法律监管比较研究》，人民出版社 2000 年 12 月出版。

刘裕辉，1999 年，“内幕交易监管的国际比较”，《证券市场导报》1999 年第 9 期。

屠光绍，朱从玖，2001，《公司治理：国际经验与中国实践》，人民出版社 2001 年出版。

杨亮，1999 年，“内幕交易及其法律规制”，《证券市场导报》1999 年第 1 期。

王长河，2001 年，“美国内幕交易的规则理论”，《证券法律评论》2001 年第 1 期。

万朝领等，2001 年，“沪深股票市场公司重组绩效实证研究”，《中国证券市场研究前沿专题——上海证券交易所联合研究文选》。

游士兵，吴圣涛，2001 年，“中国证券违法犯罪的实证研究”，《证券市场导报》2001 年第 6 期。

郑顺炎，2000 年，《证券市场不当行为的法律责任》，中国政法大学出版社 2000 年 4 月出版。