

## 内幕交易行为规制的行、刑关系 矫正:一个实证研究

金 灵\*

**摘要:**传统理论认为行政法规与刑事规范共同构成内幕交易行为公力救济体系,两者并无“质”上变化;然而,我国当下两系统在法律文本协调与程序流转方面十分薄弱,大量存在的“运动型执法”使两者关系出现严重畸形。一方面,我国内幕交易罪刑事案件与行政处罚案件数量极低,但案件数量随时间存在明显趋同性,并且相同案件并未出现程序间的流转现象。另一方面,2012年《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》率先细化了内幕信息敏感期判断标准,证监会通过行政处罚中通过文书说理结构、文书措辞以及具体认定内幕信息时间点的变化,实际适用上述解释以弥补两者细微罅隙。囿于执法资源的贫乏,“运动型执法”的现象难以根除,短期内不妨增强部门间联动以完善法规,统一执法、司法口径,为案件、证据在系统内部移送提供可能环境,以期矫正两系统关系。

**关键词:**内幕交易 敏感期 运动式执法  
关联

---

\* 华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生。

## 一、问题提出

滥用内幕信息行为是传统证券法规制的重灾区,其救济途径又可分为公力与私力救济,行政执法与刑事司法构成了公力救济的整体框架。源于不同渊源的法律并非总能协调、一致,内幕交易相关规定的详尽不同、条文更新时间差异导致行为标准的稍稍错位可能使证监会执法与刑事司法产生嫌隙。近期我国台湾地区“高等法院”判例即典型例证,<sup>[1]</sup>简笔如下:

2005年上市公司A欲并购B公司,在双方初步同意并订立无约束力协议书(term sheet)后,知情人C大量购入该公司股票,最终法院于2013年驳回犯罪嫌疑人以内幕消息尚未成型等抗辩,裁定知情人内线交易罪。法院在本案“无约束力协议书”是否构成内幕信息的说理上出现了适用法律的障碍:1995年相关“行政法规”明确认定其属于内幕信息,但在台湾地区,“行政法规”并非法院裁判依据,<sup>[2]</sup>“刑事法律”至2010年方做出同样确认。<sup>[3]</sup>有意见认为,法院独立审判之法律依据,不受“立法”授权制定行政命令的拘束。<sup>[4]</sup>最终在舆论压力下,虽未参照“行政法规”的具体规定,但依然推翻先例,<sup>[5]</sup>溯及适用2010年

[1] 我国台湾地区“高等法院”102年度金上重更(一)字第7号刑事判决。

[2] 1995年台湾地区“行政院金融监督管理委员会”颁布“证券交易法第一百五十七条之一第四项重大消息范围及其公开方式管理办法”,第5条中规定,“消息成立时点为事实发生日、协议日、签约日、付款日、委托日、成交日、过户日、审计委员会或董事会决议日或其他足资确定之日,以日期在前者为准”。

[3] 刘连煜:《并购案内线交易重大消息何时能明确?——最高法院104年度台上字第3877号等刑事判决评释》,载《法令月刊》2016年第11期。2010年“证交法”修正公布条文对于重大信息的定义,方增加了“明确”二字。

[4] 肖伟:《内幕信息确定性考量模式之选择》,载《环球法律评论》2012年第5期。

[5] 赖英照:《赖英照说法:从内线交易到企业社会责任》,联经出版公司2007年版,第21页。早期台湾地区内幕交易刑事实践认为未公开重大消息或者内幕信息并没有所谓成立时点的问题,因此并无详尽规定。判决详见台湾地区“高等法院”92年度上重诉字第66号刑事判决,该判决强调内幕信息形成的时间节点会过于限缩法条的适用,不符合“证券交易法”的“立法”意旨及条文文义。

新“法”做出裁决。

内幕信息形成的时间,又被称为内幕信息敏感期的起算点,近年来逐渐受到理论与学界重视。<sup>[6]</sup>内幕信息成型后方可传播,也即在敏感期内从事证券、期货交易活动才能构成内幕交易行为。<sup>[7]</sup>敏感期为内幕信息形成至公开前的时间段,传统内幕交易理论对于内幕信息讨论的重点聚集在“非公开性”、“重大性”和“相关性”,<sup>[8]</sup>其解决的是某类型化行为是否构成内幕信息的问题,但未解决该类型化行为完成多少时可被视为内幕信息已成就;正如民事法律行为成立与生效要件一样,前述三性更多体现为一种价值判断,而“确定性”更类似于事实判断,也是内幕消息成立的基础。从经验看,滥用内幕信息行为人会极力抗辩将时点推后,执法机构倾向于将形成时间提前,而《证券法》仅有的“对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息”<sup>[9]</sup>标准为双方争议提供了弹性解释空间。

## 二、公力救济体系内部逻辑及其初步破坏

### (一) 系统间逻辑体系

如前所述,内幕交易行为的公力救济主要包括行政稽查与刑事裁判,前者权力隶属于我国证监会、美国 SEC 等行政机构,而后者由司法系统做出。内幕交易罪作为典型的“行政犯”,整个公力救济体系实针对同质行为,证监会与法院存在一定相似性与协同性,笔者将该种联系称之为“显性关联”,主要体现在法律文本与程序衔接方面。<sup>[10]</sup>

首先,行政法较低的行为标准、宽泛的调整范围使其与刑法存在

[6] 李有星、董德贤:《证券内幕信息认定标准的探讨》,载《浙江大学学报》(人文社会科学版)2009年第6期。

[7] 王涛:《内幕信息敏感期的司法认定》,载《中国刑事法杂志》2012年第11期。

[8] 朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2014年版,第178页。

[9] 《证券法》第75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。”

[10] Dooley, Michael P, *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, Virginia Law Review, Vol. 66, 1980.

一定交集,虽两者构成要件、举证责任不同,但二者的区别往往涉及“量”多少问题,而不是“质”的相异问题——同质行为若恶性不大,仅受行政处罚;若恶性较大,则同时触犯刑法与行政法规。就内幕交易罪而言,负刑事责任者必满足行政追责构成要件,<sup>[11]</sup>行政处罚具有适用的优先性。<sup>[12]</sup>两者之间的界限一般即为起刑点,譬如《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《解释》)从犯罪数额和犯罪情节两个方面区分了行政与刑事责任。<sup>[13]</sup>

其次,证监部门因其日常监管职能方便与领域专业性,往往能发现经侦部门难以发掘的案件;又因“行政犯”存“二次违法”<sup>[14]</sup>可能,易由行政向司法程序转移。虽执法者与司法程序启动者分离,但是两系统之间案件流转当较为通畅,譬如 SEC 具有行政处罚权,涉及刑事责任有向司法部的建议权。<sup>[15]</sup>在规制内幕信息时,行政与司法系统程序相互衔接、法律法规体系的协调统一得以保证证券执法的效率与公平。实践中证监会与公安部、证监会派出机构与地方公安间合作协议频出,<sup>[16]</sup>反响留待下文考察。

---

[11] 张冬霞、马民鹏:《加强行政法与刑法交叉领域研究的必要性》,载《行政法学研究》2008年第2期。

[12] Walter, Nick, *Prioritizing Enforcement in Insider Trading*, Yale Law & Policy Review, Vol. 30, 2012.

[13] 《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》第6条规定:“(一)证券交易成交额在五十万元以上的;(二)期货交易占用保证金数额在三十万元以上的;(三)获利或者避免损失数额在十五万元以上的;(四)三次以上的;(五)具有其他严重情节的。”

[14] “刑法学界对刑法在整个法律体系中的定位问题几乎达成一致,即刑法是所有部门法的保障法,具有第二性违法的规范属性。”参见江奥立、杨兴培:《犯罪二次性违法特征的理论与实践再探讨》,载《江汉学术》2016年第5期。

[15] Lakonishok, Josef, I. Lee, *Are insider trades informative?* Review of Financial Studies, Vol. 14, 2001.

[16] 譬如,《关于办理证券期货违法案件工作若干问题的意见》、《湖南省公安厅、湖南证监局关于办理证券期货违法案件协作章程》、《大连市公安局、大连证监局关于办理证券期货违法案件工作合作备忘录》等。

## (二) 内幕逻辑初步侵蚀：文本协同性弱化

直到2008年“杭萧钢构案”<sup>[17]</sup>对内幕信息是否成型展开讨论，各方认识到内幕信息的确定性与以往讨论的非公开性和重大性问题同样重要，<sup>[18]</sup>这也促使最高人民法院、最高人民检察院联合发布《解释》进一步框定内幕信息具体判断标准。从《证券法》第67条第2款第3项和第75条第1项的规定可以看出，该案涉及的信息属应当披露的“重大事件”，即“公司订立重要合同，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响”。然而在具体案件中，时间点的界定并非那么明确——大型合同的订立过程并非在时间点上完成，从董事会并购决议讨论到意思向目标企业表露、从备忘录到口头协议达成，具体内幕消息成立的时点并没有那么明确。

法律条文的疏漏有赖于系统内部规定的明确，就内幕信息形成时限标准看两系统规定存较大差异。“两高”《解释》首次明确“信息敏感期”的具体界定，《解释》第5条明确了内幕消息形成的时间，第2款规定：“证券法第六十七条第二款所列‘重大事件’的发生时间，第七十五条规定的‘计划’、‘方案’以及期货交易管理条例第八十五条第十一项规定的‘政策’、‘决定’等的形成时间，应当认定为内幕信息的形成之时。”第3款规定：“影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员，其动议、筹划、决策或者执行初始时间，应当认定为内幕信息的形成之时。”有学者进一步认为该款在刑事司法层面一定程度上缓解了内幕信息形成时间的理论分歧与实践争议，<sup>[19]</sup>但是在内幕交易行政处罚案件中至今没

[17] 详见汪明亮：《证券犯罪刑事政策的价值追求和现实选择——“牛市内幕交易第一案”杭萧钢构案引发的思考》，载《政治与法律》2008年第6期。该案件大致为，杭萧钢构在洽谈一个300亿元的大合同，订立了初步意向书。该信息的泄露、滥用最终导致企业及相关人员受罚，学界也引发对内幕信息何时形成的讨论。

[18] 吴弘、张鑫：《证券民事赔偿的司法难题及其解决思路》，载《证券市场导报》2001年第12期；胡光志：《反内幕交易法的公平性基础——从内幕交易“无损害”假说谈起》，载《现代法学》2002年第4期；井涛：《英国规制内幕交易的新发展》，载《环球法律评论》2007年第1期。内幕信息除应具备非公开性和重大性之外还应具备确定性要素，早期持这种观点的学者主要有胡光志、吴弘、李有星、井涛、贺绍奇等。

[19] 谢杰：《最新内幕交易犯罪司法解释的缺陷与规则优化》，载《法学》2012年第10期。

有相关回应。<sup>[20]</sup>内幕交易罪与内幕交易行政处罚的法律文本对客观行为详略并不一致,行政法规较之于刑事司法更为粗糙,文本的不同势必导致实践受阻。实有必要对我国行政处罚与刑事案件进行分析,对两者关联性、文本依赖性以及程序流转样态进行进一步梳理。

### 三、体系逻辑的崩坏:案件流转制度残缺

#### (一) 整体数据描述

笔者以“刑事案件”与“内幕信息”为关键词,检索最高人民法院裁判文书网得结果93条,<sup>[21]</sup>剔除涉及内幕信息的诈骗案件、审级重复案件得案件仅26起。判决书整体样本残缺较为严重,具体表现为:其一,缺乏一审、二审、再审完整文书链条;<sup>[22]</sup>其二,部分案件仅由减刑裁定书,缺少判决文书;<sup>[23]</sup>其三,缺少2012年之前判决信息,<sup>[24]</sup>笔者搜集到资料表明,2012年前案件虽少,但绝非没有。<sup>[25]</sup>数据的不完全性表明对于刑事案件数据的适用需更为谨慎。

在证监会网站行政处罚公开栏以“内幕交易”检索行政处罚“正文”,<sup>[26]</sup>共得检索条目292条,文书时间跨度从1995~2016年,剔除非相关条目,共得涉内幕交易的《中国证监会行政处罚决定书》204份。剔除检索

---

[20] 证监会2014年颁布的《中国证券监督管理委员会证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》虽有专章规定内幕信息(第三章),但是对于具体行程时间未有明确指向,仅有概括性表述。

[21] 检索时间为2016年12月1日。检索结果为:2016年20起,2015年21起,2014年26起,2013年12起,2011年4起。

[22] 譬如,(2013)粤高法刑二终字第274号“冯大明等人内幕交易二审刑事裁定书”等15件案件,仅有二审文书。

[23] 譬如,(2015)通中刑执字第02532号“赵丽梅犯内幕交易、泄露内幕信息罪刑罚变更刑事裁定书”,仅有减刑裁定书。

[24] 按判决时间分类,其中,2016年2起,2015年9起,2014年7起,2013年6起,2012年1起。缺少2012年之前数据。

[25] 资料多把2009年“杭萧钢构”案视为内幕消息泄露第一案。参见佚名:《杭萧钢构案宣判:内幕交易人员被判刑及重罚》,载新华网,[http://news.xinhuanet.com/fortune/2008-02/04/content\\_7566722.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2008-02/04/content_7566722.htm),2016年12月24日访问。

[26] 检索时间为2016年12月2日。

条目包括四类：行政复议决定书、豁免要约收购股票义务的函件、正文中出现“内幕交易”的短线交易处罚决定书以及市场禁入决定书。该数据基本与证监会自身公布数据相近，<sup>[27]</sup> 笔者初步估计差异可能与 1994 ~ 2004 年间的数据库数据缺失及处理过程中对《市场禁入文书》的排除有关。

## （二）执法、司法力量孱弱

自 2006 年证监会查处内幕交易案件，除 2015 年有起伏外逐年上涨，其中 2012 年、2013 年呈现每年 100% ~ 200% 的井喷式增长趋势；<sup>[28]</sup> 证监会执法力度虽有提升但仍然处于较低水平。内幕交易的刑事案件数量则更为稀少，2012 年前基本难以找到刑事诉讼案件判决书，其中有数据库数据残缺因素的作用，亦有案件本身稀少的原因。横向进行案件绝对数量的比较，美国 SEC 仅 2016 一年已有 903 件内幕交易案公开进入行政程序。<sup>[29]</sup>

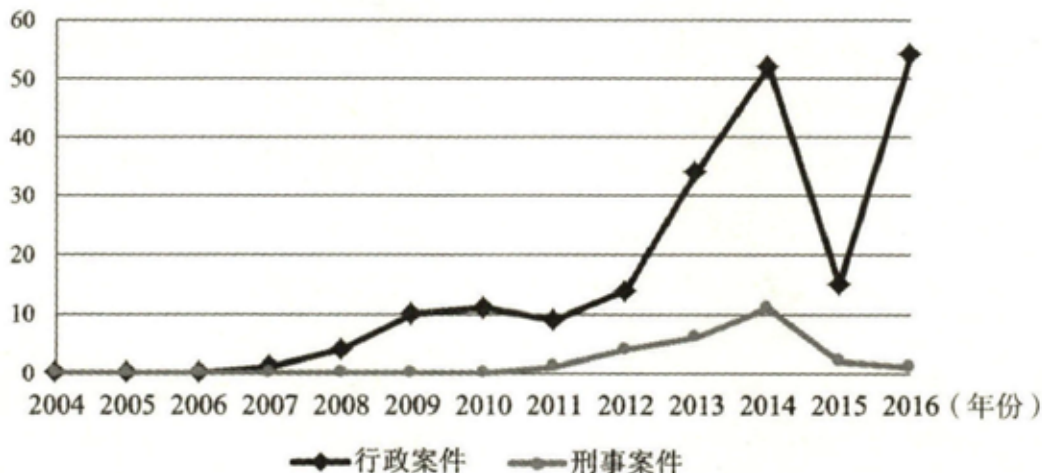


图 1 行政处罚与刑事案件发生时间统计图

[27] 证监会 2016 年曾发布至 2004 年共计处罚内幕交易 215 例，其中包括地方证监局处罚案件 64 起。参见韩迅：《证监会 12 年处罚 215 例内幕交易 个人最高处罚金额达 1.3 亿元》，载搜狐网，<http://business.sohu.com/20160506/n447925013.shtml>，2016 年 12 月 25 日访问。

[28] 从时间分布上来看，2016 年 52 起，2015 年 15 起，2014 年 52 起，2013 年 34 起，2012 年 14 起，2011 年 9 起，2010 年 11 起，2009 年 10 起，2008 年 4 起，2007 年 1 起，2004 年 2 起。

[29] SEC, *Administrative Proceedings List*, available at <http://www.sec.gov/litigation/admin.shtml>, accessed December 27, 2016.

行政处罚与司法案件数量上均处于低水平层次,且前者数量远大于后者。与部分学者认为过度执法、柔性司法不同,<sup>[30]</sup>管见以为囿于执法资源贫乏,<sup>[31]</sup>行政执法远未具备规模,尚存大量违法“暗数”,<sup>[32]</sup>并无“过度”一说;较之相对发达的证券市场,伦敦证券交易所(LSE)20世纪80年代至21世纪初内幕交易线索总数达六百多万件,最终仅有五十余件进入刑事程序。<sup>[33]</sup>另外,两者数量变化存在一定的趋同性:2010年前后两者案件均逐步上升,尤其在2013年前后案件出现急剧增长态势,在2015年均有所下降趋势。两者趋势相同存在两种可能性:其一,证监会在行政案件查处的同年,将案件证据移送司法机关,两者衔接十分顺畅;其二,两者因独立立案调查,线索移转、证据交换较弱。

### (三) 程序关联性较弱

笔者交叉对比了行政处罚案件与刑事诉讼案件,发现全部26起刑事案件中仅有三起与行政案件存在关联性,其余23起均未找到与之匹配行政处罚决定书。其中(2015)浙刑二终字第96号陈建龙涉内幕交易、泄露内幕信息案与行政处罚决定书[2010]43号为仅有的一例先行行政处罚,后进入刑事程序的案件;另两起案件均为法院先行判处有期徒刑,后证监会出具市场禁入令。

表1 行政处罚与刑事案件关联统计表

刑事案件	行政案件文书	说明
(2015)浙刑二终字第96号	中国证监会行政处罚决定书(陈建龙)[2010]43号	2010年陈建龙处以行政处罚,2015年检察院正式提起诉讼
(2016)鲁刑终字第146号	中国证监会市场禁入决定书(厉建超)[2016]14号	2016年山东省高院先行判决,后证监会做出市场禁入决定书
(2015)刑抗字第1号	中国证监会市场禁入决定书(马乐)[2015]1号	2015年广东省高院先行判决,后证监会做出市场禁入决定书

[30] 毛玲玲:《证券刑法的矛盾样态及反思》,载《中外法学》2014年第3期。

[31] 从经验上看,执法资源的丰裕程度常常与执法的规则化紧密相关,前者越是充分,日常监管就越是到位,反之则日常监管越是缺位。参见唐贤兴:《中国治理困境下政策工具的选择》,载《探索与争鸣》2009年第2期。

[32] “暗数”即实际违法但尚未被发现的案件。参见汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007年第3期。

[33] 顾肖荣、陈玲:《惩治证券犯罪效果的反思与优化》,载《法学》2012年第10期。



从样本数据看,仅陈建龙涉内幕交易、泄露内幕信息一案,先由证监会对其进行行政处罚,而后进入刑事司法程序。其余刑事案件均为侦查机关自行发现,并无线索移送、案件流转——从判决书看,刑事案件的26起判决均符合证监会立案调查标准,真正的立案确寥寥。另外,“逆流”现象也引起了笔者关注,存在两起案件侦查机关先于证监会立案,<sup>[34]</sup>在受有刑事处罚后,证监会开出《市场禁入决定书》。整体来看,证监会与司法机关之间未形成明显逻辑关联,程序存在一定脱节。

证监会虽然与司法系统在程序上存在一定逻辑关联,但是关联较弱——相关信息、证据并未在系统间顺畅流通。两者案件体现出的相同趋势并非系统间迅速移送案件的结果,更多的可能是其他因素的考量。当然,有学者提出仅依执法数量线性推断证券执法政策有失偏颇,<sup>[35]</sup>下文尚需对文书内容进行挖掘,观察两系统之间是否存在其他关联。

#### 四、法律文书背后行、刑潜在联系

##### (一) 考察基础再确定

信息不对称现象严重的证券二级市场,谣言(rumors)、专家意见(option)、投机(speculation)<sup>[36]</sup>的甄别均有赖于内幕信息“确定性”标准。各国立法例均涉及“准确性”规则,或单列或包于其他构成要件中。信息的“准确(precise)、特定(special)和确定(certain)”是欧盟司法实践中构成内幕消息的前提,成文法上对内幕信息的定性也强调信息的“确定性”,“内幕信息是指任何准确的、尚未公开的、直接或间接地与一家或几家金融工具的发行人或者与一项或多项金融工具有关的信

[34] 即中国证监会市场禁入决定书(厉建超)[2016]14号、中国证监会市场禁入决定书(马乐)[2015]1号。

[35] 毛玲玲:《证券刑法的矛盾样态及反思》,载《中外法学》2014年第3期。

[36] Judgment of Apr 18 1979, Trib, gr, inst., Fr., 1980 JCP II NO. 18789(1st case). 转引自温少昊:《证券内幕交易罪主体问题的比较与借鉴——以欧盟指令和法国证券法律法规为视角》,载《法学杂志》2015年第5期。

息”。<sup>[37]</sup> 在美国虽未用成文法点明,但也有其一套标准,2008年 SEC v. Talbot 案中因行为人所实际知悉之信息并不准确,驳回了证监会诉请;<sup>[38]</sup> 而 United States v. o' Hagan 案中,又将可能成型的要约 (potential tender offer) 认定为内幕信息。<sup>[39]</sup> 准确、成型信息方可能构成内幕信息,否则可能与虚假称述等行为相混淆。<sup>[40]</sup>

比较法上内幕信息的确定性标准居于十分重要位置,纵观我国整个规则体系,仅《解释》中明确涉及“确定性”,《解释》对证监会执法是否会有间接影响、证监会在缺乏明确指引的前提下如何应对,均可作为探究行刑系统关联的切入点。笔者以 2012 年《解释》颁布前后文书结构性数据为研究样本,发现以 2012 ~ 2013 年为分界线,证监会行政处罚的发生有了很大变化,这种变化体现在:文书说理结构、文书措辞以及具体认定内幕信息时间点的判断上。

## (二) 行、刑体系关联异化现象

### 1. 说理格式与措辞差异

检索的 204 份内幕交易行政处罚文书存在两种文书说理范式,第一种范式为“三段论式”结构:<sup>[41]</sup>

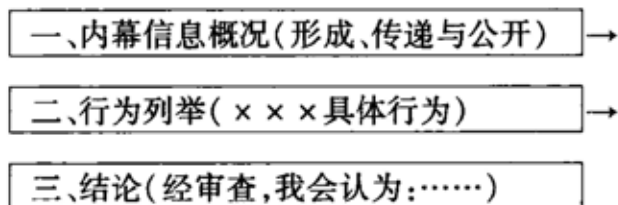


图 2 “三段论”结构

第二种范式则并未区分明确区分各板块内容、小标题,亦没有明确点明内幕信息形成时间。从文书说理结构来看,“范式一”明显区分了

[37] Directive 2003 /6 /EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

[38] SEC v. Talbot, 530 F.3d 1085, 1087 - 88 (9<sup>th</sup> Cir. 2008).

[39] United States v. James Herman O' Hagan, 92 F.3d 612 (1997).

[40] Brudney, *Insiders, Outsiders and Informational Advantage Under Federal Securities Law*, Harvard Law Review, Vol. 93, 1979.

[41] 譬如,中国证监会行政处罚决定书(郭文忠)(〔2013〕37号)。

被处罚人的行为与行为指向的客体——内幕信息的形成过程,强化了敏感期的起始时间点。在2013之前的49份行政处罚文书中,仅9份采取范式一,而2013年1月1日之后155份裁判文书中除中国证监会行政处罚决定书(上海金力方股权投资合伙企业、朱德洪、李世雷)(〔2016〕33号)等3份外,均采用说理范式一,突出了内幕消息形成时间。

从措辞上看,《指引》“敏感期”的措辞后被2012年《解释》沿用,但在2012年之前,该语词鲜见于证监会文件之中。笔者注意到同样以2012年《解释》出台为分界线,在之前的49份处罚文书中,仅中国证监会行政处罚决定书(周和华—科达机电)(〔2012〕3号)一份使用“敏感期”的措辞,而2012年之后仅中国证监会行政处罚决定书(邵东平)(〔2016〕29号)与中国证监会行政处罚决定书(刘如宝)(〔2016〕28号)两份未采取“敏感期”措辞。

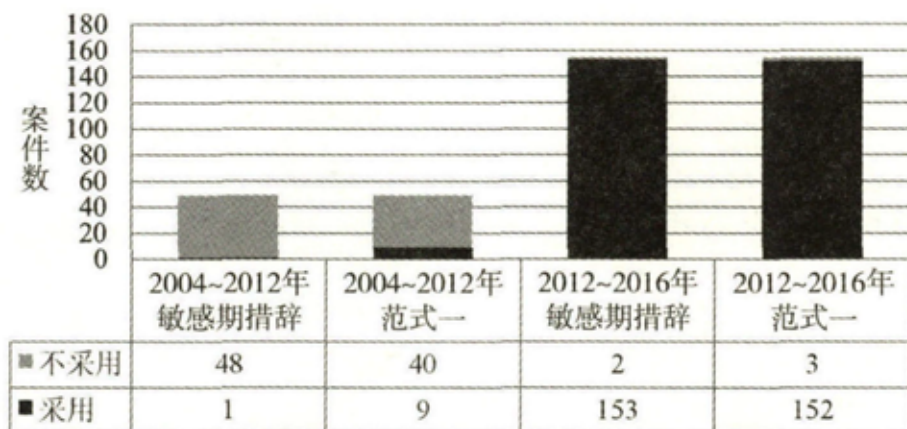


图3 《解释》出台前后说理格式与措辞差异统计图

反映在文书上,《解释》至少让证监会行政处罚决定书发生形式上的两种变化:通过格式调整突出内幕消息形成时间举证、说明;文书对“敏感期”措辞适用频率的增多。

## 2. 敏感期的判定:从无序到类型化

笔者对204份处罚文书中内幕信息形成的时间点进行梳理,其中178份处罚文书具体说明了信息形成时间点,即信息敏感期起算点。剩余部分文书虽未确认起算时间,均说明行为人行为时内幕信息早已形成。

从内幕信息产生场合看,主要涉及并购、再融资、定向增发、重组、对外投资与自身运营或对外投资重大变化六种;笔者注意到除最后一项外,其余信息均涉及一方与另一方合同的缔结。为方便进一步分析,下文仅分析双方缔结合约产生内幕信息之情形,共计 161 件案件:其中 2004~2012 年 29 起,2013~2016 年 132 起;笔者为统计内幕信息产生时间节点又将信息形成时间点分为五个时间段:

表 2 信息形成时间

阶段	内部意向形成(阶段一)	内部意向向外表达(阶段二)	外部无拘束力协议(阶段三)	初步框架合同(阶段四)	最终订立合同(阶段五)
举例	“董事会决议形成”; “股东会决议形成”	“告知中介”; “告知第三人”	“达成合作备忘录”; “口头同意”	“签订协议框架书”; “并购框架协议达成”	“最终合同订立”; “增发协议达成”

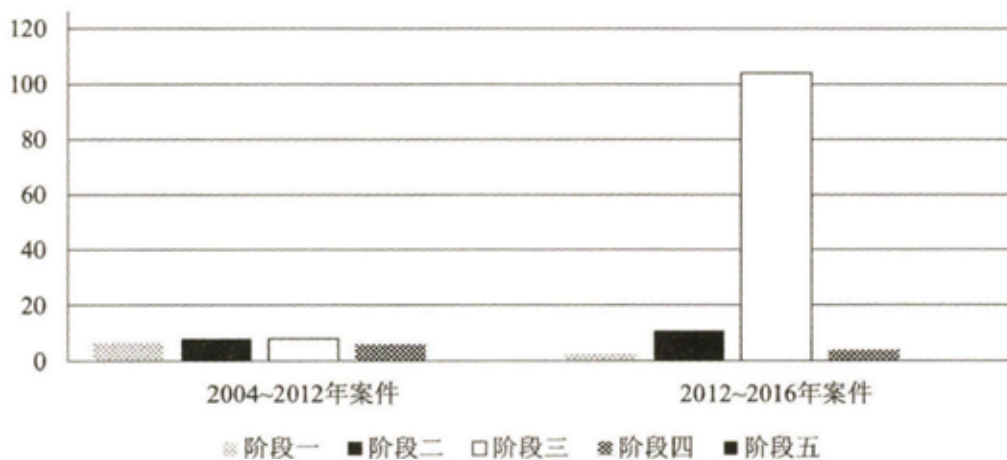


图 4 敏感期起算期间统计图

从统计结果看,2012 年前内幕消息形成时间并没有严格的限制,各阶段均可能形成内幕消息。而 2013~2016 年 104 起案件内幕信息在阶段三即“外部无拘束力协议”达成之时间段内判定,恰恰这与《解释》“动议、筹划、决策或者执行初始时间”相吻合。

笔者注意到,虽然 2012~2016 年案件类型化现象十分明显,但依然有部分案件体现出无序性。笔者认为该误差并非不可接受,除未有明确

指引外,内幕信息认定更多地呈现出证据导向型的特点<sup>[42]</sup>——内幕信息由于其隐蔽性证据获取较难,若获取存在多个证据,成立更早的证据便成了内幕信息认定的时间。譬如,中国证监会行政处罚决定书(新光硅业吕道斌等5名责任人员)(〔2009〕24号)案中,薛东兵、张瑜婷两人在股东大会决议后知晓某内幕信息,但是涉案的另一人吕道斌因能证明其在投票前即知悉该信息,其知晓内幕信息时间被提前到了前述“敏感期”之前,造成同一份处罚文书的时间认定差异。

### (三) 行刑程序隐性关联的缔结

笔者选取“文本范式”与“处罚类型化原因”均属结构性数据,在单一文书中难以发现差别,但全样本的分析后使“隐喻”从行政处罚书后浮现而出。上述实证研究中,《解释》提出敏感期的具体界定方式使样本数据进行了同质化、大范围的变化——证监会强调敏感期的起始、遵循类型化的处理模式,单独看是执法技术提升的表征,然而在公开执法依据并无明显增补情形下,该种嬗变难免有套用“司法解释之嫌”。

隐性转变首先体现于行政处罚文书对于“敏感信息”的突出。不论从采“敏感期”措辞,还是加重文书对于敏感期的说理,《解释》第5条提出的“敏感期”概念并非首例。事实上,早在2007年证监会文件中即出现该措辞。<sup>[43]</sup>但当时并未过多地被证监会行政处罚书吸纳,统计表明,仅2%左右的案件文书中出现了该词。其次,从处罚决定书具体内容看,2012年后内幕信息形成时间的判定也存在同一化的趋势。内幕信息形成时间判别直接影响着泄露行为对象是否为内幕信息,证监会适用法律、法规并未点明时点,直至《解释》出台对于刑事案件方有统一规定,笔者发现处罚文书对于形成时间同一化的规律与《解释》内容十分相似。

由此可以看出,我国行政与刑事司法系统中两者的相互联系并非通过案件的移送与证据的转移相关联,而是通过行政法规与司法解释之间

[42] Easterbrook F. H. *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, Supreme Court Review, 1981.

[43] 《中国证券监督管理委员会证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(证监稽查字〔2007〕1号)第10条规定:“从内幕信息开始形成之日起,至内幕信息公开或者该信息对证券的交易价格不再有显著影响时止,为内幕信息的价格敏感期。”

的相动,对实践产生隐性影响,实证分析所采《解释》对证监会行政处罚案件产生了极大隐性改变。但如此关联并非严谨。该司法解释为最高院与最高检察院所作,仅让各级检察院与法院参考适用,作为办案依据,此类标准应与证监会具体规定一同做出改变。

## 五、内幕交易制度衔接与改进

### (一) 异常关联与“运动型执法”

倘若个案在证监会侦查后流转至刑事部门,其中时间差至少在6~12个月,陈建龙案件中文书号更是相差5年。<sup>[44]</sup>因此笔者上章中提出,支配案件数量、执法与司法的并非体制内部的力量,而是社会、政治等综合因素。“运动式执法”很好地解释了为何刑事与行政案件发生走势相似,来源迥异的问题。“集中优势执法资源统一部署、统一行动”<sup>[45]</sup>的“专项执法行动”向来是证监会进行批量行政处罚的风格,譬如“2015 证监法网专项执法行动”与近期与公安部合作“打击防范利用未公开信息交易违法行为专项执法行动”。<sup>[46]</sup>近年来,证监会与公安部协同、联合执法,两者共同签署“专项执法行动”,从证监会公布的数据看,取得了一定成绩:“两年来证监会向公安机关移送证券期货涉嫌犯罪案件及线索共159起,超过此前三年移送数量的总和,其中2016年前十个月案件移送数量达到47起,同比增长34%。”<sup>[47]</sup>

撇去其他非法律因素的考量,资源匮乏是导致“运动式执法”的深

---

[44] 在处理数据时,笔者将刑事案件案号标明时间替换为案件实际进入刑事诉讼流程时间,即文书中检察院提起诉讼之时;行政处罚决定书案号视为行政案件发生时间。

[45] 佚名:《证监会组织开展“2015 证监法网专项执法行动”》,载证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201504/t20150424\\_275552.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201504/t20150424_275552.html), 2016年12月2日访问。

[46] 马欣:《证监会开展打击利用未公开信息交易违法行为专项行动》,载中国经济网,[http://finance.ce.cn/rolling/201612/23/t20161223\\_19062038.shtml](http://finance.ce.cn/rolling/201612/23/t20161223_19062038.shtml), 2016年12月28日访问。

[47] 马婧妍:《证券期货违法违规行为整肃风暴升级》,载《上海证券报》2016年12月27日版。

层次原因。<sup>[48]</sup>从现有证监执法机构来看,截至2015年年底,中国证监会工作人员共3097人,总部机关730人,派出机构2367人。<sup>[49]</sup>以深圳证监局为例,截至2016年年底,117个编制分配于13个处室,标明享有执法权的部门仅稽查一处、二处两部。<sup>[50]</sup>由于官方并未公布实际人手,囿于证监会繁重的审核等事前监管,笔者乐观估计执法人员当不会超300人。此与美国相比更为相形见绌,截至2015年SEC 4301名全职雇员中,有超过一半人员位于执法部门;并且长期资源向证券执法大量倾斜。譬如,2015年SEC执法费用5.49亿美元,占总支出的34.7%,且呈逐年增长趋势。<sup>[51]</sup>“运动式执法”中为追求绩效,粗放适用法律,难以避免各系统之间适用法律的混杂与交叉,这与证监会与公安部联合组织违法犯罪执法培训班共同培训执法人员也有一定关联。<sup>[52]</sup>

## (二) 短期应对:法律法规联动更新

从以往研究经验看,“运动式执法”使司法与执法体系偏移内在的自洽逻辑,产生执法结果重于执法程序的倾向。<sup>[53]</sup>为维护证券市场公平的秩序,证监会“从严从快打击”,<sup>[54]</sup>开展的“专项执法行动”等行动的绩效也以系统内的指标为衡量依据。另外,侦查部门也有其独立案件

[48] 唐贤兴:《中国治理困境下政策工具的选择——对“运动式执法”的一种解释》,载《探索与争鸣》2009年第2期。

[49] 《证监会2015年年报》,载证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhjs/zjhb/201610/P020161012641106288538.pdf>,2016年12月24日访问。

[50] 《深圳证监局概况》,载证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/zjjjs/jgzn/>,2016年12月24日访问。

[51] SEC,2015 *Performance and Accountability Report*, pp. 13,69,available at <http://www.sec.gov/about/secpar/secapr2015.pdf#mission>, accessed December 28,2016.

[52] 《证监会联合公安部组织打击证券期货违法犯罪执法培训班》,载上海证券报网站,[http://news.cnstock.com/news/sns\\_bwkx/201612/3968333.htm?cj](http://news.cnstock.com/news/sns_bwkx/201612/3968333.htm?cj),2016年12月29日访问。

[53] He,Xin Frank,*Sporadic Law Enforcement Campaigns as a Means of Social Control: A Case Study from a Rural – Urban Migrant Enclave in Beijing*,Columbia Journal of Asian Law,Vol. 17,2003.

[54] 《证监会通报近期针对扰乱信息传播秩序执法工作情况》,载证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150703\\_280396.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150703_280396.html),2016年12月21日访问。

来源,且行、刑程序之间案件移送并不顺畅。<sup>[55]</sup>如此一来,两系统便陷于“平行式”的执法怪圈。监管机构拥有充分资源与明确的法律适用规则是有效监管的基本前提,<sup>[56]</sup>而证券民事、行政和刑事救济法规是一个十分庞大的规则群,各规则之间的适用、解释与修订权又分属于不同部门。某一条文修订带来的影响并非局限于该部门内部,而是全方位的,因此各自衔接尤其在时间上的不协调在所难免。这种现象在美国表现得尤为强烈,但是因其法院系统迅速的反应能力,规则群内部的嫌隙消除得十分平滑。

当前美国证券反欺诈的核心 10b-5 规则也经历过法律适用的冲突,依靠法院扩张的解释欺诈行为也及于二级市场的内幕交易行为。<sup>[57]</sup>从立法渊源看,规则 10b-5 并非 1934 年《证券交易法》当然部分,<sup>[58]</sup>而是 1942 年 SEC 单独制定、用于 SEC 执法中的行政规范。<sup>[59]</sup>美国证券民事诉讼为保护私人投资者的主要方式,<sup>[60]</sup>该条文的适用范围由最初的 SEC 行政案件转移到了民事案件。1946 年,宾夕法尼亚东部联邦地区法院在 *Kardon v. National Gypsum Co.* 案中首次接受其他主体以违反该规则为由提起的民事诉讼,虽法院驳回原告诉请,但认定第 10(b) 条

---

[55] “证券行政处罚与刑事制裁衔接问题研究”课题组:《证券行政处罚与刑事制裁衔接的问题及解决思路》,载《证券法苑》2013 年总第 8 卷。据悉,草原兴发案、高新张铜案、江苏琼花案等 9 个案件,在移送公安后长期处于中止状态。

[56] 尚福林:《证券市场监管体制比较研究》,中国金融出版社 2006 年版,第 3 页。

[57] 内幕交易的适用讨论,参见 Bainbridge 文。See Stephen M. Bainbridge, *An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?*, *European Company Law*, Vol. 5, 2005.

[58] “A regulation formally known as the Employment of Manipulative and Deceptive Practices that was created under the Securities Exchange Act of 1934.” 笔者所见很多观点将其理解为 1934 年证券法的天然部分,该种观点实为误读。See Barry Ritholtz, *Rule 10b-5: Manipulative and Deceptive Practices*, available at <http://ritholtz.com/2010/04/rule-10b-5-manipulative-and-deceptive-practices/>. accessed December 3, 2016.

[59] J Robert Brown Jr., *The Unusual Administrative History of Rule 10b-5*, available at <http://www.theracetothetbottom.org/securities-issues/the-unusual-administrative-history-of-rule-10b-5.html>, accessed December 12, 2016.

[60] James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials* (7<sup>th</sup> Edition), Aspen Publishers, 2013, pp. 799-800.



及规则 10b-5 可适用于证券私人民事诉讼。<sup>[61]</sup> 而后 1971 年联邦最高法院在 *Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co.* 案中接受了下级法院对于法律适用的解释,从而确立 10b-5 同样适用于私人民事诉讼,<sup>[62]</sup> 法院由此围绕“橡树种子”<sup>[63]</sup> 10b-5 规则发展了一整套规制内幕信息的制度。

当然,规则 10b-5 在行政与司法案件中的混同适用有赖于法院立法权,不同救济渠道口径的迅速统一也毋庸置疑。内幕信息的确定性为判定内幕交易行为的指标之一,目前的实践是通过《解释》来确立具体认定时间的节点,粗放型的法律适用虽然从显性层面避免了《解释》的交叉适用,但非“权源性”的文件对于证监会的执法产生巨大影响。经验上规制内幕交易行为的条文数量与保护程度呈正相关,<sup>[64]</sup> 长期以来,证监会的执法着重在模式层面,对于法律法规的效力层次与内部逻辑尚有待进一步充实与厘定。<sup>[65]</sup> 短时间“内资源贫乏”导致的“运动式执法”难以得到有效弥补,静态法规体系得周延性有赖于系统内部动态协调。为了避免出现诸如我国台湾地区适用法律的冲突与当前“隐晦”交叉混用规则等情形,建议在对证券内幕信息行为规制体系的构建时,行政机关应加快对于司法解释内容的再明确,力促执法行为与司法依据的统一性与整体性。

---

[61] *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512(1946).

[62] *Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U. S. 6, 13. n. 9(1971).

[63] Justice Rehnquist once quipped that Rule 10b-5 was “a judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn.” Davis R. M., *Trimming the Judicial Oak: Rule 10b5-2(b)(1), Confidentiality Agreements, and the Proper Scope of Insider Trading Liability*, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 63, 2010.

[64] Laura Nyantung Beny, *Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence*, *American Law and Economics Review*, Vol. 7, 2005.

[65] Howson, Nicholas Calcina, *Enforcement without foundation? Insider Trading and China's administrative Law Crisis*, *American Journal of Comparative Law*, Vol. 60, 2012.