

## 证券犯罪系列之一：内幕交易十年观察（下）

### 三、内幕交易主要法律问题

#### 1、内幕交易主体的范围与扩展

内幕交易的实质是某些取得内幕信息的人员在内幕信息向市场公开前利用其具有的信息优势交易而获利，但什么样的人员利用内幕信息进行交易是法律所禁止的，境外成熟市场国家的法律规定存在差异，对于内幕交易主体的划分也有所不同。

例如美国、欧盟、日本等成熟市场国家将主要与公司是否存在关联关系作为重要的划分标准，因此出现了“公司内部人员”与其他主体的区分，一般认为“公司内部人员”是指与公司存在职务、股权、业务等关系的人员，他们比普通投资者具有获得公司内幕信息的优势，因此此类人员成为了各国法律规定重点规制的对象。

但在其他主体的规制上，各国立法存在着差异，具体来说，对于泄露内幕信息以及传递型内幕交易的打击存在一定的限制。例如，美国判例法在传递型内幕交易中要求，内幕信息领受人(tippee)只有在知道或应当知道泄露人(tipper)违反了忠实义务时才承担内幕交易的责任；而内幕信息的泄露人也要获取了个人利益才能被追究内幕交易的责任。而日本对传递型内幕交易的追责则以第一层信息传递为限，第二层、第三层信息传递的责任将不再追究。

根据我国《证券法》、《期货交易管理条例》以及《内幕交易司法解释》的规定，我国内幕交易的主体主要划分为“内幕信息的知情人”和“非法获取内幕信息的人”两大类。以证券内幕交易为例，《证券法》第74条和《内幕交易司法解释》第2

条规定的“内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人”具体包括：

图 15：内幕交易主体分类

内幕信息知情人	非法获取内幕信息的人
<ul style="list-style-type: none"><li>• 上市公司的董事、监事、高级管理人员</li><li>• 持有上市公司5%以上股份的股东、实际控制人及其董事、监事、高级管理人员</li><li>• 上市公司控股子公司及其董事、监事、高级管理人员</li><li>• 因所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员</li><li>• 保荐人、承销人、律师、会计师事务所等证券服务机构的人员</li><li>• 证券交易所、登记结算机构、监管部门的有关人员</li><li>• 国务院证券监督管理机构规定的其他人员</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 窃取、骗取、套取、窃听、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的人</li><li>• 内幕信息知情人的近亲属、关系密切的人员</li><li>• 与内幕信息知情人有联络、接触的人员</li></ul>

对于内幕信息知情人范围的规定，法律主要以特殊身份或因职务原因可能取得公司内幕信息而列举了内幕信息知情人的主要类型，如上市公司以及持有上市公司5%以上股份的股东、控股股东、子公司及其高管、中介机构服务人员，以及证券交易所、登记结算机构以及监管部门的有关人员等，列举类型与境外立法中“公司内部人员”的思路相似。

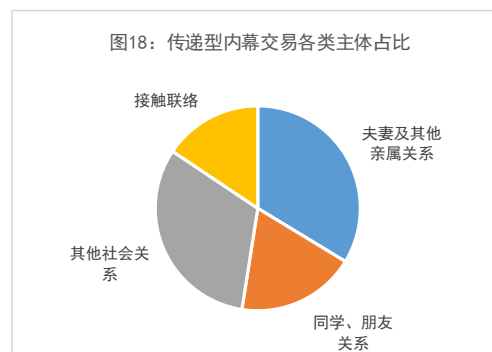
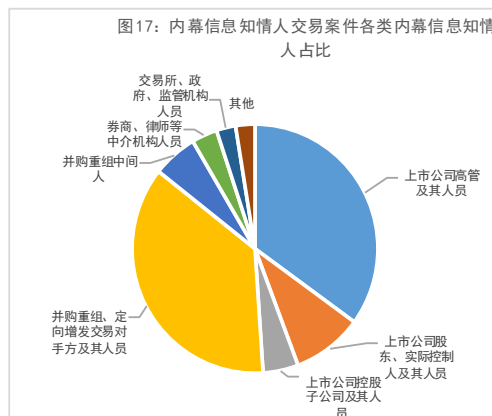
但在实践中，内幕交易的主体类型早已超出《证券法》第74条列举人员的范围，最为典型的就是上市公司交易对手方及其相关人员、并购重组中间人、上市公司投资标的公司及其相关人员、上市公司定向增发对象等。甚至还出现了未在《证券法》第74条列举的相关主体或者上市公司交易对手方、标的公司中担任任何职务，却参与了内幕信息形成因而知悉内幕信息的人员，例如为相关交易提供融资服务的银行工作人员，提供评估、测量服务的某些专业技术的人员，以及在涉及国有资产或者政府审批的事项中，参与相关政策制定、决策的公职人员等。

在我国现行法律制度下，前述人员不属于《证券法》第 74 条明确列举的内幕信息知情人的类型，在行政处罚实践中，通常引用《上市公司重大资产重组管理办法》、证监会《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》以及《证券法》第 74 条的兜底条款来认定其内幕信息知情人的身份。

在近十年内幕交易的行政处罚中，在 2012 年《内幕交易司法解释》出台之前，证监会处罚的内幕交易案件主要集中在与上市公司存在一定关联关系的内幕信息知情人当中，如上市公司的高管、在上市公司担任一定职务的人员，以及上市公司股东、实际控制人、上市公司控股子公司及其相关人员等。随着《内幕交易司法解释》的出台，传递型内幕交易案件数量不断增加，从 2013 年以来，证监会处罚的传递型内幕交易案件数量占到其处罚的内幕交易案件数量的一半以上。



近几年来，证监会进一步加大对传递性内幕交易的处罚力度，特别是自 2019 年以来，证监会先后对“阳\*\*内幕交易案”、“王\*\*内幕交易案”、“张\*\*内幕交易案”等传递型内幕交易案件开出高价罚单。此外，证监会对于泄露内幕信息行为的处罚也开始有所增加，预计泄露内幕信息以及传递型内幕交易将持续成为证监会重点查处的对象。



## 2、内幕信息的发生与保密

内幕信息是内幕交易的根源与核心，没有内幕信息就不存在内幕交易，因为内幕信息知情人，如上市公司的高管、大股东、实际控制人及其高管以及其他参与内幕信息形成的相关人员等，在不持有内幕信息的情况下做出的证券交易并不构成内幕交易。<sup>1</sup> 因此，内幕信息的范围与边界以及内幕信息的认定对于内幕交易的构成极其重要。

此外，上市公司作为资本市场重要参与主体，内幕信息主要产生于其经营管理及投资过程中，因此明确何为内幕信息对于上市公司及其他参与主体做好内幕信息管理以及内幕交易的防控也至关重要。

在我国现有法律制度下，《证券法》、《期货交易管理条例》、《上市公司信息披露管理办法》等法律法规以列举加证监会认定的方式，规定了内幕信息的范围与种类。根据前述法律法规的规定，证券

<sup>1</sup> 但可能构成《证券法》禁止的其他交易行为。例如《证券法》第 47 条，禁止上市公司的董事、监事、高级管理人员以及持有上市公司股份百分之五以上的股东进行短线交易，以及《证券法》第 38 条关于限制期内禁止转让的规定等。

类内幕信息主要涉及上市公司的经营管理以及投资运作的相关重要信息，包括上市公司增资扩股、股权变更、合并分立、并购重组、重大投资、资产负债变化、重大担保、董监高变动、利润分配、上市公司收购等重要事项；期货类内幕信息主要涉及可能对期货交易价格产生重大影响的政策、决定、交易数据等信息。无论《证券法》还是《期货交易管理条例》都以兜底的形式赋予证监会认定内幕信息的权利。<sup>2</sup>

但无论是列举还是以兜底的形式赋予监管机构认定内幕信息的权利，内幕交易的本质是持有内幕信息的人员滥用了信息优势，从市场交易中获利进而损害了市场的公平秩序以及其他投资者的合法权益。内幕信息的经济价值则在于能够对证券期货市场的交易价格产生影响，且尚未被公众投资者所知悉，因此持有内幕信息的人员具备了从市场交易中获益的优势，这也是内幕信息应具备的“重大性”（materiality）和“未公开性”（confidentiality）的重要特征。

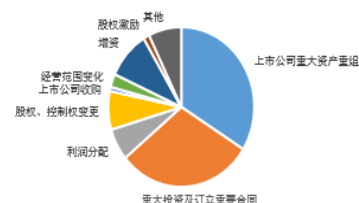
我国《证券法》第 75 条、《期货交易管理条例》第 81 条第（11）款、《上市公司信息披露管理办法》第 30 条等将可能对证券或衍生品种、期货交易价格产生“重大影响”以及“尚未公开”作为内幕信息的重要特征，因此在实践中，判断法律列举范围之外的信息是否属于内幕信息时，“重大性”和“未公开性”应当是重要的衡量标准。这两大特征在证监会认定相关信息是否属于内幕信息时也予以了认可和使用。

在我国现有法律制度及监管体制下，在判断《证券法》列举以外的信息是否构成内幕信息时，证监会具有法律赋予的认定权利，其在内幕交易行政处罚案例中，也采用了“重大性”和“未公开性”作为行使裁量权认定内幕信息的标准。在这类特殊案件中，“重大性”是根据案件具体情况来确定的，而“未公开性”则是指根据《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》的要求，相关信息尚未在指定媒体上披露的。

在近十年内幕交易的行政处罚案件中，内幕交易集中发生在上市公司并购重组、重大投资、利润分配、股权变更的过程中，内幕信息不仅涉及上市公司重大资产重组、重大投资、公司股权变更、利润分配、定期报告披露等典型的内幕信息类型，也出现了一些非常见的、证监会行使裁量权认定的内幕信息，例如在“8.16 事件”中，证监会认定光大证券未及时披露的错单交易信息具有“重大性”和“未公开性”的特征，因此构成内幕信息。

此外，内幕信息不仅产生于上市公司自身经营管理、投资过程中，也可能发生于上市公司控股子公司的财务状况、重大投资、签订重要合同等信息，以及与上市公司投资、交易相关的重要政策信息等。<sup>3</sup>

图19：2010-2019年第三季度内幕交易行政处罚涉及的主要内幕信息类型及占比



由于相关人员缺乏内幕信息保密以及防控内幕交易的意识，在某些上市公司并购重组或重要投资行为中，在同一交易事项中，出现上市公司自身人员，以及上市公司的控股股东、控股子公司高管利用内幕信息进行交易，并购重组中间人泄露内幕信息或进行交易，并购重组对手方人员泄露内幕信息或进行交易，中介服务机构人员泄露内幕信息等内幕信息多环节泄露、多次传递的内幕交易窝案的情形，且近年来此类案件有所增加。如 2017 年至 2019 年第三季度，证监会处罚的同一内幕信息事件多渠道泄露、多主体交易的案件就有 115 件，占同期证监会处罚的内幕案件数量的一半。

上市公司并购重组是参与方众多、操作复杂的交易，因此提高上市公司及相关各类市场参与者的内幕信息保密意识，按照证监会、交易所相关规定做好内幕信息知情人档案、重大事项进程备忘录的填报，提高内幕信息事件决策人、参与各方的合规

<sup>2</sup> 详见《证券法》第 67 条、第 75 条，《期货交易管理条例》第 81 条第（11）款，《上市公司信息披露管理办法》第 30 条。

<sup>3</sup> 如证监会行政处罚决定书【2012】55 号、证监会行政处罚决定书【2013】30 号、证监会行政处罚决定书【2013】76 号等。

意识，特别是并购重组、重要收购、非公开发行对手方相关人员，上市公司大股东、控股股东、实际控制人及其相关人员保密意识，重视内幕信息的管理与内幕交易的防范，防止内幕信息的非法传递与泄露，才能从根源上减少内幕交易的发生。

### 3、内幕信息敏感期的确定

在我国现有制度下，《证券法》虽然没有对内幕信息敏感期作出明确规定，但无论是《内幕交易司法解释》还是行政处罚实践中，都将内幕信息敏感期作为内幕交易认定的重要条件之一，即只有在内幕信息形成之后、公开之前进行的交易才有可能被认定为内幕交易。在内幕信息敏感期以外，涉案主体即使交易了相关股票，也不会被认定构成内幕交易。因此内幕信息敏感期对于涉案行为是否能被认定为内幕交易，以及内幕信息知情人范围的确定、违法所得的计算等都有重要影响。

内幕信息敏感期有两个关键的时间点：一是内幕信息形成的时点，二是内幕信息公开的时点。一般情况下，内幕信息公开的时点比较容易确定，因为《证券法》第70条、《上市公司信息披露管理办法》第6条规定，上市公司及其他信息披露义务人依法应当披露的信息应当在指定媒体上披露，因此实践中通常将上市公司停牌或者公告发布的时间作为内幕信息敏感期的终点。但相应的，内幕信息敏感期的起点，即内幕信息形成的时点在某些特殊情形下比较难以确定。

所谓“内幕信息敏感期”实质上指的是相关信息开始具有“价格敏感性”，即可能对证券交易价格或投资者判断产生影响的特征，当相关信息具备这种特征时，才可能构成内幕信息，这也是内幕信息形成时。但内幕信息的形成过程，实际上与内幕信息相关事件的动议、谋划直至成熟、确定的发展过程是一致的，因此，在确定内幕信息形成的时点时，即内幕信息敏感期开始时，并不要求内幕信息本身已经是确定的、完整的，因为内幕信息的载体事件本身也在动态发展的过程中。

例如香港证监会制定的《内幕信息披露指引》就明确指出，内幕信息应当是具体的（specific），

而不需要是精确的（precise），并且《内幕信息披露指引》进一步指出，具体的（specific）是指与公司相关的交易、事项、动议、计划能够辨识，并且事项、事件、交易的性质也是能够被描述和让人理解的，但并不要求事项、事件或交易包含详细、精确的细节，或者形成任何正式或非正式的最终协议。但同时《内幕信息披露指引》也强调，信息形成为内幕信息时，参与各方应当怀着切实可行的想法，为达成可识别的目标进行协商，而不是处在“渔翁撒网”式的试探性交流中。

因此，香港证监会《内幕信息指引披露》对内幕信息的定义，一定程度上，与内地内幕交易行政处罚中，对内幕信息敏感期的认定是一致的。例如在上市公司并购重组过程中，在交易双方相对确定时，双方达成合作意向时，或者形成合作初步计划书、意向书等文件时常被认定为内幕信息敏感期开始的时点。此外，根据《内幕交易司法解释》第5条的规定，影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行的人员，其动议、筹划、决策或者执行初始时间，也应当认定为内幕信息的形成之时，因此实践中也常见将公司控股股东、实际控制人动议、决策或者相关审批通过时作为内幕信息敏感期的起点。

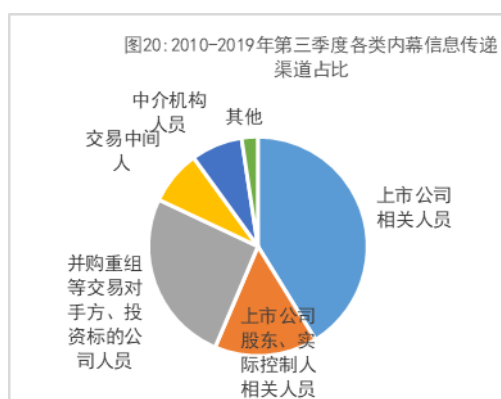
但内幕信息的载体始终是事件本身，相关信息何时具有“重大性”（即“价格敏感性”）特征还是和事件本身密不可分的，因此内幕信息敏感期的确定，特别是敏感期起点的确定，还是需要根据案件具体情况才能恰当的确定。

### 4、内幕信息的传递与共同内幕交易的认定

2010年至2019年第三季度，证监会总计对269件传递型内幕交易案件作出了处罚，对282名非法获取内幕信息的个人作出了处罚。

在证监会处罚的传递型内幕交易案中，内幕信息的传递主要集中在亲属、同学、熟人等社会关系中，家庭内部内幕信息传递、熟人之间内幕信息传递的情形占到传递型内幕交易案件数量的80%，占证监会处罚的内幕交易案件总量的近一半。内幕信息传递过程中，信息的来源主要有上市公司高管以

及在上市公司担任一定职务的人员，上市公司股东、实际控制人及其相关人员，以及上市公司交易对手方、投资标的公司、交易中间人以及中介机构方面的人员。从统计数据来看，内幕信息的来源主要集中在上市公司、上市公司股东、实际控制人的相关人员，以及并购重组等交易对手方、投资标的公司相关人员中。此外，并购重组等交易中间人、中介机构人员在内幕信息的传递中也占有一定比例。



在传递型内幕交易中，通常区分泄露内幕信息、建议他人买卖和非法获取内幕信息进行处罚，但也有部分案件对信息来源方和交易人按共同内幕交易作出处罚，最为常见的就是涉及夫妻关系以及一些存在账户控制、资金共享的案件中。

在共同内幕交易案件中，如果有证据证明信息来源方参与了涉案账户的交易决策，以及共享了内幕交易的经济获益，如存在资金介入、获取收益的情况，认定构成共同内幕交易的可能性较高。但较为特殊的是在涉及夫妻关系的传递型内幕交易案件中，因为通常交易方所动用的家庭资金很难区分所属，行政处罚中有认定夫妻二人构成共同内幕交易的先例，也有认定一方构成泄露内幕信息，另一方构成内幕交易的情况。<sup>4</sup> 从现有行政处罚案件来看，如果证据表明信息来源一方知悉另一方交易并参与了交易决策的，被认定构成夫妻共同内幕交易的可能性较高。

## 5、内幕交易的推定

《座谈会纪要》和《内幕交易司法解释》确立

<sup>4</sup> 认定构成泄露内幕信息还应具备一定条件，目前行政处罚中，较常见的情况是认定单方构成内幕交易。

了内幕交易认定中的推定原则，即在没有直接证据证明当事人知悉并利用内幕信息进行交易的情况下，允许以充分的环境证据来认定内幕交易的构成。

建立推定原则的目的在于解决内幕交易案件中对“知悉”和“利用”两大重要构成要件的证明。“知悉”和“利用”是内幕交易构成的核心要件，但通常情况下，“知悉”和“利用”都具有一定的主观性，而且随着当事人反调查意识的增强，内幕信息传递的方式越发隐蔽，部分人员甚至刻意销毁传递记录，加之行政调查手段的有限，因此，在许多案件中，除非当事人自认，取得“知悉”和“利用”内幕信息的直接证据一般都比较困难。

根据《座谈会纪要》和《内幕交易司法解释》的规定，可以在推定中使用的环境证据包括：相关证券账户的开销户情况、资金的来源及变化情况、证券账户历史交易习惯以及敏感期内交易特征等，此类证据一般难以被销毁或者更改，账户的开设、资金流转、交易情况也可以体现账户使用人的主观意志。因此，如果前述证据存在一定的异常度，并且与内幕信息的形成、变化与公开，以及与知悉内幕信息的人员接触、联络情况呈现一定的吻合度，能够形成较为完整的环境证据链时，则可以依据环境证据认定相关主体构成内幕交易，这就是推定的完成。

在行政处罚实践中，推定通常运用在两种情况之中：一是内幕信息知情人知悉并利用的推定，即某些人员虽然具备内幕信息知情人的身份，但并不等同其必然知悉内幕信息，根据案件的具体情况可以推定其知悉并利用了内幕信息进行交易；二是非法获取内幕信息案件中的推定，即与内幕信息知情人存在一定密切关系或者接触、联络的人员，其交易行为可能因推定而被认定为内幕交易。但无论是内幕信息知情人知悉并利用的推定，还是非法获取内幕信息案件中的推定，在账户开销户、资金来源与流转、账户交易习惯与交易特征等环境证据与内幕信息的形成、变化与公开，以及与知悉内幕信息的人员接联络的吻合度的把握，也是需要根据个案具体情况而定，并且受到刑事处罚或行政处罚证

明标准的影响。

推定认定一直是内幕交易认定中的难点，也是听证程序中当事人争议的焦点，特别是涉及账户交易异常性与内幕信息的形成、变化与公开，以及与接触联络的吻合度的认定，因为刑事处罚或者行政处罚都是事后取证，加之行为人有意隐瞒或毁损信息传递的证据，因此取证不一定能够完全还原事件的全貌，特别是在建立交易异常性与接触联络吻合度方面，不一定能够形成完美的证据链，加大了推定认定的难度。此外，在个别案件中，甚至出现了信息传递可能有多条途径，但任何一条途径都未能查实，虽然行政处罚运用推定原则，在无法确认传递途径的情况下，也认定了构成内幕交易。但推定原则在此类案件中的使用，无论是在刑事责任“排除合理怀疑”的证明标准下，还是行政处罚“高度盖然性”的要求下，也是存在争议的地方。

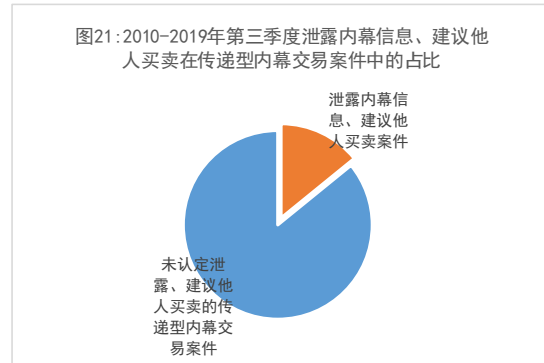
## 6、泄露内幕信息和建议他人买卖

根据《证券法》第 76 条、《刑法》第 180 条的规定，泄露内幕信息、以明示或暗示的方式建议他人买卖的也是法律禁止的内幕交易行为，并且也可能触发刑事责任。

不仅是在我国，在境外成熟市场国家法律规定中，同样也禁止泄露内幕信息以及建议他人买卖的行为。实质上，禁止泄露内幕信息、建议他人买卖的行为与禁止内幕信息知情人交易同样重要，如果法律对泄露内幕信息、建议他人买卖的行为不加以限制，法律对内幕交易的规制也将成为一纸空谈，内幕信息知情人同样可以通过泄露、建议他人买卖并且从中获利，同时泄露内幕信息、建议他人买卖对市场的损害可能比内幕信息知情人交易还要严重，泄露内幕信息以及建议他人买卖直接导致了内幕交易的蔓延和对市场损害的扩大。

但总体来看，我国证券期货市场对泄露内幕信息、建议他人买卖的处罚率还是偏低，在 2010 年至 2019 年第三季度期间，证监会处罚的内幕信息泄露人、建议他人买卖的人员总计 38 名，占此十年内所有传递型内幕交易案件总数的不到 15%。在许多传递型内幕交易案件中，通过密切联系、接触

联络等客观证据，内幕信息的来源均指向同一传递渠道，虽然信息的接收方作为“非法获取内幕信息的人”，通过推定可以认定构成内幕交易，但对于信息的泄露方追究其法律责任的案件则较少。



在现有已处罚的泄露内幕信息或建议他人买卖的案件中，大部分案件均有谈话笔录、信息传递的直接证据证明内幕信息的泄露以及实施了建议他人买卖的行为，但在没有直接证据证明泄露、建议他人买卖的情况下，认定构成泄露内幕信息、建议他人买卖的案件较少。究其原因，可能与法律制度的供给有关。《内幕交易司法解释》、《座谈会纪要》确立了内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人内幕交易推定制度，虽然无论《证券法》还是《刑法》都将泄露内幕信息、建议他人买卖作为内幕交易行为的表现形式，但推定是否能延展至泄露内幕信息和明示、暗示他人买卖行为的认定可能存有疑问。

## 四、合规展望

### 1、完善内幕信息知情人范围，建立横纵轴的内幕信息知情人体系

目前，我国内幕交易的两大主体包括内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人。由于《内幕交易司法解释》对非法获取内幕信息的人员范围予以了明确，将内幕信息知情人以外的信息传递纳入非法获取内幕信息的范围，能够较好的应对实践中打击传递型内幕交易案件的需要。但对于内幕信息知情人体系的建立还需要重新厘清，通过以传统的、与上市公司相关的“公司内部人员”和上市公司并购重组等交易过程中的交易对手方以及其他参与人员为依据，建立纵横轴的内幕信息知情人体系。

内幕信息知情人的纵轴是指以传统“公司内部人员”为代表的内幕信息知情人，具体包括：上市公司相关人员，即现行《证券法》第 74 条列举的“发行人的董事、监事、高级管理人员”；上市公司股东、实际控制人相关人员，即“持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员，公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员”；上市公司控股子公司人员，即“发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员”；以及在上述主体中担任职务可以获取内幕信息的人员。此外，还包括：因履行法定职责而可以获取内幕信息的人员，即除《证券法》第 74 条列举的“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、交易进行管理的人员”外，其他因行使法定职责可以获取内幕信息的人员；中介机构人员，即“保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员”。

内幕信息知情人的横轴包括，目前内幕交易常见的，但仅在证监会相关规定中的上市公司并购重组、非公开发行等重大事件相关人员，包括并购重组、非公开发行等交易对手公司、投资标的公司的相关人员等，以及其他参与上市公司并购重组、非公开发行等重大事件的相关人员。最后以兜底证监会认定的形式，涵盖其他可能因参与内幕信息形成而知悉内幕信息的人员。

## 2、市场禁入可能成为行政处罚的新着力点

根据《证券市场禁入规定》规定，证监会可以对涉及证券市场违法行为的个人采取市场禁入措施。自 2010 年至 2019 年第三季度，证监会总计在 157 件案件中作出市场禁入处罚，对 279 名上市公司高管、实际控制人、中介机构人员及其他市场主体作出市场禁入处罚，其中信息披露违规类案件最多，达到 97 件，其次是内幕交易案件，总计约 16 件。从处罚幅度来看，有 99 名个人被处以终身市场禁入，占被市场禁入人员总数的三分之一，有 68 名个人被处以市场禁入十年，81 名被处以市场禁入五年，31 名被处以市场禁入三年。

2010 年至 2019 年第三季度期间，因内幕交易被处以市场禁入的人员总计约 20 名，其中上市公

司高管 7 名，上市公司股东、实际控制人 5 名，中介机构人员 1 名，并购重组交易对手方人员、中间人 2 名，以及非法获取内幕信息的人员 5 名。从处罚幅度来看，终身市场禁入 3 名，市场禁入十年 5 名，市场禁入七年 1 名，市场禁入五年 8 名，市场禁入三年 3 名。

在证监会处以市场禁入的案件类型中，信息披露类案件最多，达到 97 件，占信息披露类案件行政处罚总数的约 24%，即至少平均每 5 件证监会处罚的信息披露违规案件中就有 1 起案件被处以市场禁入处罚，而内幕交易类案件该比例仅为 4%，操纵市场类案件该比例为 8%。近年来，监管部门多次强调对虚假信息披露、操纵市场、内幕交易等违法行为加大打击力度，使用好现有法律制度，提高违法成本，在此三类案件查处数量总体上升的趋势下，市场禁入作为行政监管的有力手段可能成为行政处罚的新着力点。

## 3、刑事责任量罚尺度有待统一

我国《刑法》对内幕交易犯罪规定了最高十年有期徒刑，以及并处违法所得一倍以上五倍以下罚金，实际上我国法律对内幕交易犯罪的刑事处罚，除美国以外，相比其他国家都更为严厉。同时，相较于操纵市场、信息披露违规等其他类型的证券犯罪，内幕交易案件无论是行政处罚，还是刑事责任的相关法律规定都相对比较完善，行刑衔接的制度供给也较为完整、充分，能够满足执法实践的需要。自 2012 年起实施的《内幕交易司法解释》，在非法获取内幕信息人员的认定、内幕交易的推定等方面发挥了重要作用，为监管部门加大对内幕交易犯罪的查处力度提供了充分的制度供给。同时《内幕交易司法解释》也进一步明确了《刑法》第 180 条内幕交易罪不同刑事责任的适用标准。但实践中，不同地域、不同级别的法院在内幕交易案件的量刑上还是存在一定差异，为保障刑事责任的落实，有必要统一执法尺度。

## 4、提高上市公司及交易参与各方内幕交易防控意识，降低内幕交易对公司的不利影响

上市公司是内幕信息产生的根源，几乎所有的内幕信息都与上市公司及相关主体的经营运作、投资管理有关。在被追究行政责任和刑事责任的内幕交易案件中，内幕信息泄露的主要渠道来自于上市公司以及与上市公司相关的控股股东、实际控制人、上市公司控股子公司人员等，此外还包括上市公司交易对手方、上市公司投资标的公司人员等。在许多内幕交易案件中，无论是参与内幕信息形成因而知悉内幕信息的人员，还是因内幕信息的泄露而非法获取内幕信息的人，许多当事人明显缺乏内幕交易的防控意识，导致了内幕交易以及泄露内幕信息行为的发生。

上市公司并购重组是内幕交易的高发区，因此在上市公司并购重组中内幕交易的防范尤为重要。许多发生在上市公司并购重组中的内幕交易案件中，内幕交易或者内幕信息的泄露不仅发生在上市公司相关人员中，也常见于与上市公司相关的控股股东、实际控制人、上市公司控股子公司相关人员，上市公司交易对手方、投资标的公司，以及交易中间人、中介机构人员，甚至为交易提供融资服务、测量测算、政策审批等的人员当中，内幕信息多环节泄露、多主体交易成为上市公司并购重组过程中内幕交易的重要特征。因此在上市公司并购重组过程中，内幕交易的防控应当贯穿于交易自协商到披

露的整个过程，以及参与交易的各方主体当中，提高参与各方对内幕交易的认识和防范意识，才能从根源上减少内幕交易和泄露内幕信息的发生。

此外，在非法获取型内幕交易案件中，内幕信息的泄露多数发生在家庭关系、熟人关系中，许多案件中，被处罚的当事人因与知悉内幕信息的人员存在夫妻、亲属、同学、熟人等密切关系，因而从相关人员的日常活动、谈话或与他人通话中获知了内幕信息，因此，上市公司相关人员以及其他因参与上市公司相关交易而知悉内幕信息的人员，不仅是在交易过程中，在日常生活中也应当具备内幕信息的保密意识，减少因过失导致内幕信息泄露的情况发生。

内幕交易的防控应当引起市场参与各方的重视，在上市公司经营管理、投资运作活动中，一旦发生内幕交易被行政调查、行政处罚或移送刑事程序的，不仅涉案人员要承担一定的行政或刑事责任，对上市公司的经营运作也会产生较大影响。根据《证券法》及证监会的相关规定，上市公司及其董监高、控股股东、实际控制人因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查，或者被证监会立案调查、受到证监会行政处罚的，上市公司再融资或重大资产重组将受到限制，涉案董监高、股东也不得进行减持。

武 雷	合 伙 人	电 话：86 21 2208 6316
肖 娴	律 师	电 话：86 21 2283 8288
叶阳天	律 师	电 话：86 21 2283 8317

邮箱地址：wul@junhe.com
邮箱地址：xiaoxian@junhe.com
邮箱地址：yeyt@junhe.com





本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息, 敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。