

证券犯罪系列之一：内幕交易十年观察（上）

导语:自1992年10月国务院证券管理委员会的成立、1993年10月中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）首次作出行政处罚决定开始，我国资本市场经历了多次重要的改革与发展，市场体系与形态，产品品种和交易方式也在不断更新、变化与丰富。特别是伴随《证券法》、《刑法》、《公司法》等重要法律的修订与完善，以及针对内幕交易、操纵市场、虚假信息披露的各类司法解释的出台，证券期货法律法规也在不断完善与更新以适应市场发展与监管的需要，监管部门在对内幕交易、操纵市场、虚假信息披露等违法行为的查处中也积累了丰富的实践经验。

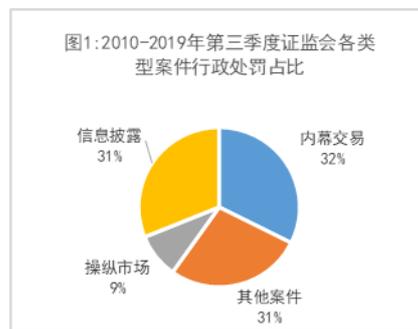
时值新《证券法》呼之欲出之时，在打击证券违法犯罪方面，立法经历了怎样的考验，又该为接下来数年资本市场的健康发展、提升全球金融影响力的宏伟愿景铺设怎样的道路，我们认为，这是十年回顾与反思的恰当时刻。君合团队将分三期在证券犯罪系列中，对内幕交易、操纵市场、虚假信息披露等三类最具代表性的证券违法行为进行深度解析，结合近十年来行政处罚和刑事案例的梳理总结，着力法理与实践的融合与分析，望以绵薄之力为我国资本市场的法制建设提供有益参考。

一、内幕交易概述

资本市场是信息的市场，投资者依靠信息决策，信息影响市场价格发现功能的发挥，有学者认为资本市场的监管就是信息的监管。¹虚假信息披露是通过发布虚假或误导性信息，误导投资者决策、动摇市场运行的根本秩序；操纵市场是以不正当的

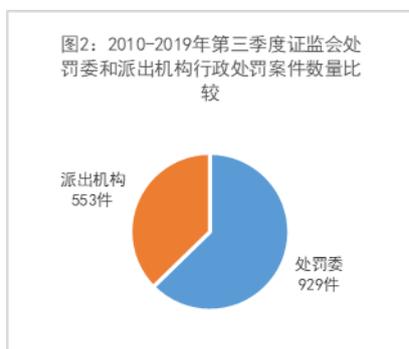
交易方式或信息控制误导投资者、扭曲市场价格形成机制；内幕交易则是不正当的利用信息优势从市场获利，损害其他投资者的合法权益。无论是虚假信息披露、操纵市场还是内幕交易都是对资本市场赖以存续的三公原则的侵蚀。

近十年来，我国证券期货监管部门对于虚假信息披露、操纵市场、内幕交易等各类资本市场违法行为的查处力度总体在不断加强。自2010年至2019年第三季度，证监会及其派出机构对各类证券期货违法行为作出行政处罚总计约1482件，涵盖内幕交易、操纵市场、信息披露违规、利用未公开信息交易、短线交易、从业人员买卖股票、法人利用他人账户交易、编造传播虚假信息等主要违法行为类型，其中内幕交易、操纵市场、信息披露违规案件数量最多，三类案件行政处罚案件数量占证监会近十年来行政处罚案件总数的近三分之二。



¹ 张巍，《资本的规则 II》，中国法制出版社。

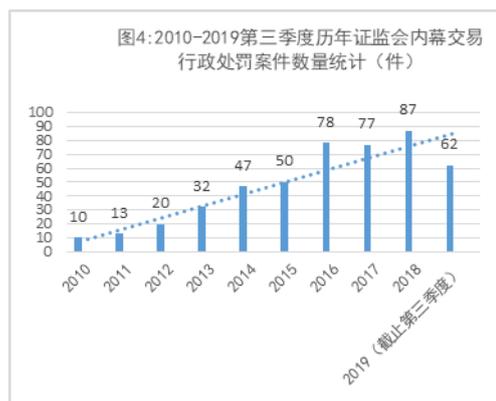
在证监会处罚委与派出机构分工上，证监会处罚委作出行政处罚总计约 929 件，占证监会行政处罚案件总数的近三分之二，派出机构作出行政处罚总计约 553 件，占证监会行政处罚案件总数的约三分之一。



在证监会处罚的各类证券期货市场违法案件中，内幕交易案件数量最多。十年来证监会作出内幕交易行政处罚总计约 476 件，占证监会所有行政处罚案件总量的近三分之一，其中证监会处罚委作出内幕交易行政处罚约 276 件，派出机构作出内幕交易行政处罚约 205 件，即有近一半内幕交易案件的行政处罚是派出机构作出的。



证监会对内幕交易案件的查处力度也在明显加强。在 2016 年以前，证监会平均每年处罚内幕交易案件数量不到 30 件。2016 年以后，证监会处罚的内幕交易案件数量急剧上升，平均每年处罚内幕交易案件约 76 件，超过 2016 年之前平均每年内幕交易案件处罚总数的两倍，其中 2018 年处罚的内幕案件数量最多，达到 87 件。



证监会对内幕交易案件的处罚力度也在持续加强，2016 年以前，证监会对内幕交易案件的处罚力度相对较轻，对于有获利的内幕交易案件通常处以等额罚金，没一罚二、没一罚三的惩罚性处罚案件数量较少。自 2016 年以来，证监会作出没一罚二、没一罚三的惩罚性处罚案件数量明显增加，在个别案件中甚至出现没一罚四、没一罚五的顶格处罚。此外，近年来证监会查处的高获利内幕交易案件也明显增多，推高了内幕交易行政处罚的罚没款金额，在 2019 年证监会处罚的“阳某某内幕交易案”中，罚没款金额总计达到 3.94 亿元，创历史新高。



二、2010 年至 2019 年第三季度内幕交易总体趋势分析

通过对 2010 年至 2019 年第三季度证监会处罚委及派出机构的内幕交易行政处罚决定的分析比较，十年来，我国资本市场内幕交易行政处罚总体情况如下：

1、内幕信息知情人交易仍旧活跃，非法获取内幕信息的案件数量明显增加

根据我国现有法律法规的规定，内幕交易的主体主要包括“内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人”两大类。“内幕信息知情人”是指《证券法》第74条明确列举的内幕信息知情人类型，以及证监会认定的其他人员。“非法获取内幕信息的人”是指《证券法》76条以及《最高法、最高检关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（简称“《内幕交易司法解释》”）第2条规定的，以窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等非法手段获取内幕信息的人员；与内幕信息知情人存在近亲属或者其他密切关系；以及与内幕信息知情人存在联络、接触的人员。

2012年以前，证监会处罚的内幕交易案件主要以内幕信息知情人交易为主，被处罚主体的内幕信息知情人主要集中在上市公司高管、在上市公司担任一定职务的人员、上市公司控股股东及实际控制人及相关人员、上市公司控股子公司人员等，而在此期间，对非法获取内幕信息的人员以及泄露内幕信息行为的处罚相对较少。

2012年以后，随着《最高人民法院关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》（简称“《座谈会纪要》”）以及《内幕交易司法解释》的施行，法律允许以充分的环境证据推定内幕交易的构成，以及对《证券法》第76条规定的“非法获取内幕信息的人”的类型予以明确，因此证监会加大了对此类案件的处罚力度，证监会处罚的“非法获取内幕信息的人”的数量逐渐上升，并且超过内幕信息知情人的处罚数量，非法获取型内幕交易逐渐成为证监会重点打击的内幕交易类型之一。

与此同时，内幕信息知情人交易案件数量也在上升，传统的内幕信息知情人，即上市公司相关人员、上市公司控股股东、实际控制人相关人员、上市公司控股子公司相关人员等典型内幕信息知情人从事内幕交易的案件数量未有减少，但同时也出现了上市并购重组交易对手方、并购重组中间人以及其他参与上市公司并购重组、定向发行的人员等

新型的、证监会认定的内幕信息知情人，此类主体逐渐在内幕信息知情人交易案件中占有重要比例。近年来，在证监会处罚的内幕信息知情人内幕交易案件中，有近一半的处罚是对并购重组交易对手方、中间人等人员作出的。



2、上市公司并购重组为内幕交易的持续高发区

在证监会查处的480件内幕交易案件中，有超过四分之一的案件涉及上市公司重大资产重组事项，有近四分之一的案件涉及上市公司其他重大投资行为，二者总计占证监会查处的内幕交易案件总数的一半，即证监会查处的内幕交易案件中，有近一半的案件发生在上市公司并购重组等重要经营投资活动中。并购重组一直被视为上市公司产业整合、转型升级、提高上市公司质量的重要方式，但也成为了内幕交易的高发区。

上市公司并购重组本身就是涉及人员众多、操作复杂的过程，上市公司并购重组中的内幕交易案件通常表现出多环节泄露、多方利用内幕信息从事内幕交易的特点。实践中，上市公司并购重组过程中可能泄露或者利用内幕信息从事内幕交易的人员包括上市公司高管及其相关人员；上市公司控股股东、实际控制人、上市公司控股子公司的相关人员；并购重组中间人；并购重组交易对手方及其人员或者投资标的的相关人员；以及其他一些参与到上市公司并购重组环节的特殊人员等。²在近十年证监会查处的内幕交易案件中，上市公司并购重组内幕交易窝案并不少见，几乎每年都有上市公司并购

² 例如在某些涉及国有资产并购重组中的政府工作人员，为标的资产测量、评估的专业人员，为交易提供融资服务的银行工作人员等。

重组内幕交易窝案的发生，例如 2014 年处罚的深*电内幕交易案，2015 年处罚的恒**气内幕交易案，2016 年处罚的胜**密内幕交易案、平**展内幕交易案，2017 年处罚的东**缆内幕交易案，2018 年查处的长**密内幕交易案、汉**宇内幕交易案，2019 年处罚的宝**源内幕交易案等，都是多环节泄露、多次传递，上市公司、交易对手方、中间人、中介机构等多方人员参与的典型案例。

3、 违法手段隐蔽性增强，借用他人账户较为常见

借用他人账户交易在内幕交易案件中也较为常见，增加了内幕交易行为的隐蔽性和案件查处的难度。在 2010 年至 2019 年证监会处罚的内幕交易案件中，有超过 60% 的案件涉及使用他人账户交易。其中，控制使用 1-2 个他人账户的情形最为常见，也有一定数量的主体控制使用 3-5 个他人账户进行交易，目前在证监会处罚的内幕交易案件中，账户控制使用最多的达到 15 个。

同时也出现了个人使用法人账户、信托账户从事内幕交易的情形，使得内幕交易更加隐蔽和难以觉察，内幕交易的调查取证和认定难度进一步增加。在行政处罚中，也有不少案件当事人在听证程序中，对账户控制的认定提出了异议。

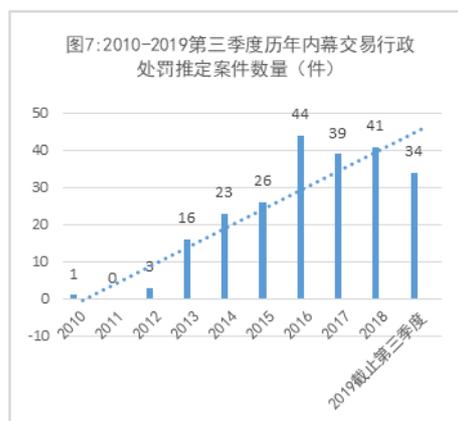
4、 内幕交易主体反调查意识提高，推定认定数量增加

内幕交易本身就具有一定的隐蔽性，特别是在传递型内幕交易中，取得当事人之间内幕信息传递的直接证据一般比较困难。在《座谈会纪要》和《内幕交易司法解释》出台之前，证监会处罚的内幕交易案件数量相对较少，大多数案件都有当事人自认、他人谈话笔录以及当事人参与、知悉内幕信息形成的记录、留痕等其他直接证据证明当事人知悉内幕信息并从事了相关交易，推定认定及传递型内幕交易案件明显较少，证监会对推定以及传递型内幕交易的认定较为审慎。

随着《座谈会纪要》和《内幕交易司法解释》的出台与应用，法律明确了非法获取内幕信息的人员范围，并且允许在缺乏直接证据的情况下，依据其他环境证据推定内幕交易的构成，因此自 2013

年起，证监会查处的内幕交易案件数量明显增加，推定案件数量不断上升，近年来几乎占到每年内幕交易行政处罚案件的一半左右。

根据《座谈会纪要》和《内幕交易司法解释》的规定，在一定情况下，行政处罚机关在没有当事人自认或者其他直接证据证明内幕信息传递时，根据当事人与知悉内幕信息人员的接触联络情况、相关账户交易情况以及资金变化等环境证据就可以认定内幕交易的构成，但在内幕交易行政处罚实践中，推定的尺度一直是当事人争议的焦点。



5、 高获利仍为内幕交易的主要驱动力，行政处罚力度加大

近年来，高获利的内幕交易案件频出，特别是自 2016 年起，证监会处罚的获利金额在一百万元以上的内幕交易案件就有 56 件，超过同期证监会处罚的内幕交易案件数量的十分之一，平均获利达到 959 万元。而 2010 年至 2015 年期间，证监会处罚的获利金额在一百万元以上的内幕交易案件仅 9 件，占同期证监会处罚内幕交易案件的 5%，平均获利约 263 万元。

在这些内幕交易案件中，有些内幕交易主体为取得高额获利集中调取大量资金、操作使用多个他人账户，趋利意图明显。相比目前二级市场整体的收益情况，利用内幕信息获取高额收益是大多数内幕交易案件的主要驱动力。



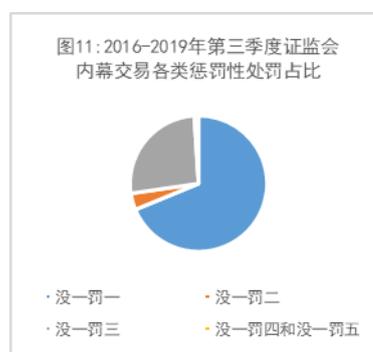
图 9: 2010 年-2019 年第三季度罚没款总额最高的十起内幕交易案件³

处罚决定书	被处罚人	获利金额	罚款金额	罚没款合计金额
证监会【2019】75号	阳**	1.97 亿元	1.97 亿元	3.84 亿元
证监会【2017】89号	刘**	3394 万元	1.01 亿元	1.34 亿元
证监会【2019】22号	张**	4451 万元	8902 万元	1.33 亿元
上海局【2019】1号	张**	2585 万元	7755 万元	1.03 亿元
证监会【2018】80号	潘**	1493 万元	7466 万元	8959 万元
证监会【2017】76号	万**	1358 万元	4076 万元	5434 万元
证监会【2019】66号	张**	944 万元	2833 万元	3777 万元
证监会【2019】48号	倪**、郑**	794 万元	2382 万元	3176 万元
江苏局【2018】8号	周**	938 万元	1877 万元	2815 万元

在处罚金额上，由于内幕交易案件的获利金额不断刷新纪录，行政处罚罚没款总额也在不断攀升。自 2016 年以来，证监会加大了对内幕交易案件的处罚力度，证监会在近三分之一的内幕交易案件中作出了没一罚二、没一罚三的惩罚性处罚，特别是自 2017 年以来，除个别案件外，证监会几乎对所有获利在一百万元以上的内幕交易案件作出了没一罚二、没一罚三甚至没一罚五的惩罚性处

³ “8.16 乌龙指”事件后，证监会在中国证监会【2013】59 号行政处罚决定书中对光大证券作出处罚，认定光大证券的对冲行为构成内幕交易，并对光大证券作出总计 5.23 亿元的处罚。但由于光大证券事件的特殊性，对于该案是否构成内幕交易存在争议，因此此处未将【2013】59 号行政处罚纳入统计中。

罚。而相比 2016 年之前，如在 2010 年至 2015 年期间，证监会作出没一罚二、没一罚三等惩罚性处罚的案件只占同期内幕交易案件总量的不到十分之一。

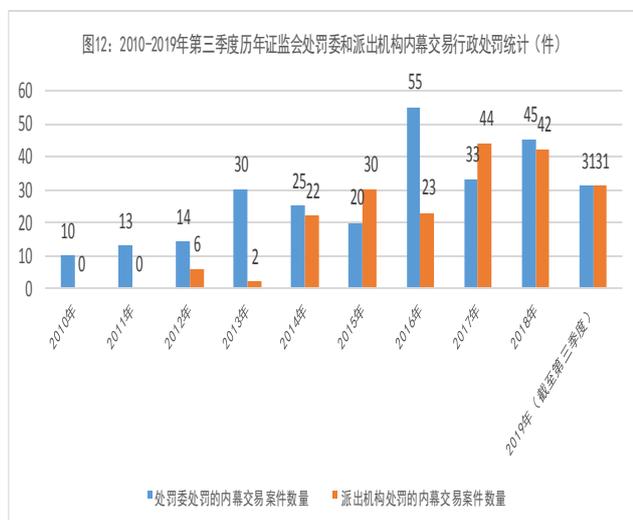


6、派出机构内幕交易案件行政处罚数量明显增加

自 2010 年起，证监会分别在上海证监局、广东证监局、深圳证监局试行派出机构行政处罚工作，自 2013 年 10 月 1 日起，行政处罚在证监会 36 家派出机构全面实行，证监会派出机构对于辖区内案情简单、规则明确、能快速结案的自立案件有行政处罚权。

自 2014 年起，派出机构内幕交易行政处罚案件数量明显增加，平均每年处罚的内幕交易案件数量超过 30 件。2015 年和 2017 年，派出机构作出的内幕交易案件行政处罚超过了证监会处罚委行政处罚案件数量，最多为 2017 年的 44 件。截止 2019 年第三季度，证监会作出的内幕交易行政处罚中，有近一半的处罚决定是派出机构作出的。

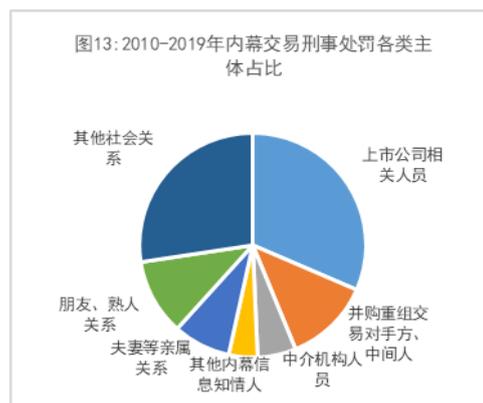
截止 2019 年第三季度，内幕交易案件行政处罚数量最多的 5 家派出机构分别是：上海证监局、广东证监局、深圳证监局、四川证监局和山东证监局。



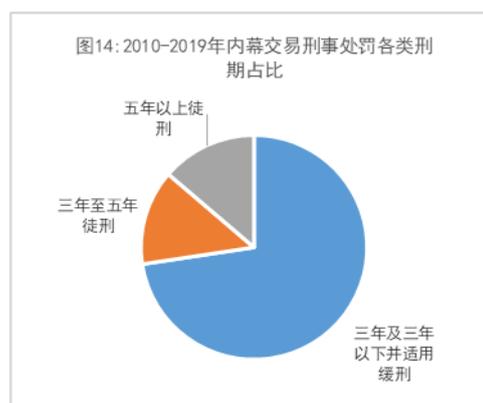
7、内幕交易刑事责任占比较低，追责力度可能加强

2010 年至 2019 年期间，从公开渠道可以查询的刑事判决中，各级人民法院总计对约 44 件内幕交易案件作出刑事判决，对约 73 名个人、2 家单位作出了刑事处罚。

从案件类型来看，被追究刑事责任的内幕交易案件既包括内幕信息知情人交易，也包括非法获取内幕信息的人员交易案件。2010 年至 2019 年期间，总计刑事处罚内幕信息知情人 39 名，占十年内内幕交易刑事案件处罚人数的一半以上，处罚非法获取内幕信息的人 34 名。受到刑事处罚的内幕信息知情人当中，上市公司相关人员占比较高，十年内，约有 23 名上市公司高管、实际控制人、在公司担任一定职务的人员因内幕交易被处以刑事责任。



从量刑上看，被处以三年或三年以下徒刑并适用缓刑的有 53 人，被处以三年到五年徒刑的有 10 人，被处以五年以上徒刑的有 10 人，最高徒刑达到九年。在被处以三年或三年以下徒刑并适用缓刑的案件中，绝大多数案件存在当事人自首、认罪、如实供述、退缴赃款等从轻处罚情节。



《刑法》第 180 条规定，从事内幕交易，情节严重的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金，情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。《内幕交易司法解释》第 6 条、第 7 条进一步细化了内幕交易罪“情节严重”和“情节特别严重”适用情形。根据《内幕交易司法解释》第 6 条、第 7 条的规定，“证券交易成交金额在 50 万元以上的”、“期货交易占用保证金数额在 30 万元以上的”、“获利或避免损失数额在 15 万元以上的”或者从事内幕交易“3 次以上的”构成《刑法》第 180 条内幕交易罪情节严重的情形，可能处以五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金；“证券交易成交金额在 250 万元以上的”、“期货交易占用保证金在 150 万元以上的”、“获利或避损数额在 75 万元

以上的”构成“情节特别严重”，可能处以五年以上十年以下有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。

目前，在 2010 年至 2019 年已处罚的内幕交易案件中，刑事责任与行政责任的追责比例约为 1:12，内幕交易案件刑事追责占比总体较低。自 2018 年起，证监会加大了对各类证券期货违法行为的打击

和处罚力度，自 2019 年起，证监会在各项资本市场改革、推动制度完善的政策导向中，都将强化法律责任追究、提高违法违规成本、建立行政、刑事、民事的综合追责体系等作为强化执法效能、维护市场秩序的重要举措。从交易金额、违法所得等方面来看，至少有近一半以上的内幕交易案件面临刑事处罚的风险敞口。

武 雷	合 伙 人	电 话：86 21 2208 6316	邮 箱 地 址：wul@junhe.com
肖 娴	律 师	电 话：86 21 2283 8288	邮 箱 地 址：xiaoxian@junhe.com
叶阳天	律 师	电 话：86 21 2283 8317	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”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

