

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200242040

UDC_____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

证券内幕交易及其防范

The Characteristics and Precaution of Insider
Trading in the Stock Market

曾 庆 文

指导教师姓名: 陈 善 昂 副 教 授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2 0 0 5 年 4 月

论文答辩日期: 2 0 0 5 年 月

学位授予日期: 2 0 0 5 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005年4月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

证券内幕交易是指知悉尚未公开的(或其他众多人尚未了解的)、涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息的知情人员或者从知情人员获取此信息的其他人员,违反证券法规,利用此信息相应做出买卖该证券的行为,或者泄露该信息并建议他人买卖该证券的行为,在众多监管严厉的证券市场中被视为“严重侵害”普通投资者权益和降低市场效率的不法行为。内幕交易扭曲了证券产品的真实价值,破坏了证券市场的价值衡量基础,是表面上的违法性和实质上的危害性的统一。

本文以有效市场假说、不完备法律理论为基础,运用规范分析与比较分析的研究方法,借鉴成熟资本市场完善内幕交易法律制裁和监管政策的经验,对我国证券市场内幕交易的主要表现进行综合分析,提出了有针对性的政策建议和监管措施:

- 1、对我国法律制度在惩处内幕交易方面存在的空白和不足进行分析,提出了建立归责理论,明确禁止内幕交易的法学基础,并以此确定各种不同行为主体进行内幕交易承担责任的法律前提,从而确定内幕人员的范围;在具体操作方面,则应对内幕信息的两个最重要的构成要件“未公开”和“价格敏感”加以明确界定,并进一步分析如何在法律中明确界定内幕交易行为;同时,建议成立专门的反内幕交易机构加强对执法机构的监管。

- 2、对转变政府在证券市场发展中的作用,强化证券市场的规范化建设,完善自律管理体系,提出了可供借鉴的具体政策建议。

- 3、防范内幕交易,最有效的办法是加强监管力度,完善监控体系,提高监管水平

关键词: 内幕交易; 证券监管; 有效市场假说; 不完备法律理论

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

The inside trading of the securities refers people who know the information that not open yet (or other numerous people have not know yet), involve the issue of the securities, trade or something else, or some people who get information from these people, they trade use these information, or reveal this information to advice others, it's considered as malfeasance to encroach the rights of common investor seriously and reduce efficiency of security market. Inside trading twist securities true value of products, destroy criterion of value in the security market, it is the unity of breaking the law on the surface and harmfulness in fact.

This paper is based on Efficient Market Hypothesis, theory of the incompleteness of law, use the standardize analysis and comparative analysis research approach, use the experience of ripe capital market to perfect the inside trade legal sanction and the supervision policy, analyze the main behavior of the inside trading of security market of our country synthetically, and presents a corresponding advice and supervision measurement:

1. The absence and shortage of the legal system of our country in punishing the inside trade was analyzed in this paper, present the law foundation to build the responsibility theory, forbid the inside trading, and confirm the legal prerequisite to assume duties of all kinds of behavioral subject trade inside, to confirm the range of inside personnel; In operating concretely, the most important composition of inside information, unexposed and price is sensitive ,should define clearly; Meanwhile, It's also important to establish a professional organization against inside trading to reinforce the supervision of law-enforcement agency。

2. To the function of changing the government in the developing of security market, strengthen the standardized construction of the security market, perfect and contain the management system by oneself, has put forward the concrete policy recommendations suitable for drawing lessons from.

3. the most effective method to strengthen supervision to take precautions against the inside trade, is perfecting the system of controlling, improving the competence of supervising

Key Words: Inside Trading; Security Supervision; Efficient Market Hypothesis; theory of the incompleteness of law.

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

导 论	1
一、选题背景	1
二、文献综述	2
三、理论基础与研究方法	6
四、结构安排与主要内容	7
五、主要创新点与不足	7
第一章 证券内幕交易及其对证券市场的影响	9
一、证券内幕交易概念及性质	9
(一) 概念诠释	9
(二) 证券内幕交易的特点分析	11
二、证券内幕交易危害性	14
(一) 内幕交易违背了“三公”原则与“风险自负”的原则	14
(二) 内幕交易损害上市公司的权益	15
(三) 内幕交易降低了证券市场效率	16
第二章 有效市场理论、不完备法律理论与内幕交易监管	18
一、有效市场理论与内幕交易监管	18
(一) 有效市场理论的产生	18
(二) 有效市场的特征	18
(三) 有效市场理论的基本框架	19
(四) 关于有效市场理论的有效性争论	21
(五) 有效市场理论与内幕交易监管	22
二、不完备法律理论与内幕交易监管	23
(一) 法律的内在不完备性及其情形	23
(二) 法律内在不完备性的影响	24

(三) 不完备法律条件下的证券监管.....	25
三、证券内幕交易监管的立法争议及评价	27
(一) 赞成立法禁止内幕交易观点的主要依据.....	27
(二) 反对立法禁止内幕交易观点的主要依据.....	27
(三) 对上述观点的评价及当前国际上的立法趋势.....	28
第三章 证券内幕交易法律规制的国际考察	30
一、当前国际禁止证券内幕交易的规则	30
二、对内幕交易认定的国际规范分析	31
(一) 内幕交易的归责理论及行为主体的确定.....	31
(二) 内幕交易行为方式的规定.....	33
(三) 内幕信息的界定.....	34
(四) 内幕交易者的主观心态.....	35
三、对内幕交易处罚和惩治的国际规范	36
第四章 我国证券内幕交易的现状与根源分析.....	37
一、我国证券内幕交易的表现	37
二、我国证券市场内幕交易的特点	38
三、我国证券内幕交易成因及其屡禁不止的原因	40
(一) 内幕交易的成因分析.....	40
(二) 内幕交易屡禁不止的原因.....	41
第五章 我国证券内幕交易的防范与控制	51
一、加强证券市场的法制建设	51
(一) 建立我国的内幕交易归责理论.....	51
(二) 在法律中明确界定内幕信息的构成要件.....	52
(三) 在法律中进一步明确界定内幕交易行为.....	53
(四) 成立专门的反内幕交易机构并加强对执法者的监管.....	54
二、加强证券市场的规范化建设	55

三、建立有效的证券市场监管体系	57
四、加强和完善自律管理体系	58
结 论	60
参考文献	61
致 谢	64

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

INTRODUCTION.....	1
1. Background	1
2. Literature Review	2
3. Theoretical Foundation and Methodology	6
4. Structure and Main Content	7
5. Major Contribution and Limitation	7
CHAPTER 1 THE INSIDE TRADING OF THE SECURITIES AND IMPACT ON SECURITY MARKET	9
1. The Concept and Character of Inside Trading	9
2. The Harmfulness of Inside Trading	14
CHAPTER 2 EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS, THEORY OF THE INCOMPLETENESS OF LAW, THE SUPERVISION OF INSIDE TRADING	18
1. Efficient Market Hypothesis and the Supervision of Inside Trading ..	18
2. Theory of the Incompleteness of Law and the Supervision of Inside Trading	23
3. The Dispute and Appraising of Legislation of Inside Trading Supervision	27
CHAPTER 3 THE INTERNATIONAL COMPARISION OF LAW OF INSIDE TRADING OF THE SECURITIES	30
1. The International Rule of forbidding the Inside Trading of the Securities	30
2. International Analysis about the Inside Trading Asserts	31
3. The International Analysis about Punished and Punishing to Inside Trading	36
CHAPTER 4 PHENOMENON ANALYSIS OF THE INSIDE TRADING OF SECURITIES IN CHINA	37
1. Behavior of the Inside Trading of Securities in China	37

导 论

一、选题背景

公正有序的竞争是市场经济健康发展的首要条件，作为市场经济体系中一个重要组成部分的证券市场，因其具有高收益、高风险、波动变化剧烈、投机性强等特点，需要严格的法律导向和规范以维护公平、公开、公正的竞争。中国证券市场经过短短十多年，得到了很大的发展，但各种违法证券交易行为的大量出现，不仅严重影响了证券市场的公平交易，使证券市场的信誉受到了很大损害，而且扰乱了证券市场的正常运行秩序，极大地损害了投资者的合法权益，使证券市场效率难以提高。证券内幕交易就是其中危害最为严重的一种，特别是由于历史原因形成的各种制度性缺陷和市场定位的偏差，法律、法规的滞后，对投资者利益保护的重视不够，整个社会信用体系不健全，我国的内幕交易危害极为突出。但由于其似贪非贪、似盗非盗、似骗非骗的特点，以致在发现和认定时较为困难，相当多投资者对其危害性认识不足，甚至认为如果对内幕交易加强制裁会吓跑投资大户，不利于股市稳定，这使得内幕交易近年来屡禁不止、愈演愈烈。因此，对内幕交易系统而深入的研究不仅必要而且迫切。

法律是打击内幕交易的最好武器。当今国际上通过立法禁止内幕交易成为共识，尤其是美国，已形成一整套理论和方法，积累了丰富的经验。我国也属于法律上明文禁止内幕交易的国家，但是由于法律约束机制不完善，我们还不能有效地运用法律武器来制裁内幕交易。《证券法》中将内幕交易列为禁止性证券交易之首，所占条文也最多，但是仍然存在着一程度的界定不够全面准确和实践操作性不够强等问题。在内幕交易的预防和控制上，除法制不健全外，我国证券市场还存在监管不到位、市场不规范、自律体系不健全等问题。故此，在借鉴国际先进经验基础上，结合我国国

情，为进一步有效防治内幕交易提出若干对策成为本文写作的主要目的。

二、文献综述

我国对证券内幕交易的法律管制的立法雏形首见于中国人民银行 1990 年 10 月印发的《证券公司管理暂行办法》，但作为中央统一正式的立法则始于 1993 年 4 月 22 日国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》，对内幕交易及法律责任作了初步规定，同年 9 月 22 日，经国务院批准，证券管理委员会又发布了《禁止证券欺诈行为暂行办法》，进一步对内幕信息和内幕交易的含义，内幕人员的范围，及其法律责任作了明确规定。我国内幕交易法律约束制度通过上述《条例》和《办法》的颁行而初步得到确立，但同时还存在一些不足之处，主要是：刑事法律方面不协调，实体和程序上都存在漏洞；证监机构组织和程序不健全，不能适应反内幕交易的需要^①。而后有学者运用犯罪构成理论对内幕交易罪进行了研究，其中重点探讨了内幕交易罪的客观方面，即内幕交易行为、内幕消息、内幕交易获利额以及构成内幕交易罪的量度等内容。在理论研究的基础上，提出了内幕交易罪的罪状、法定刑的具体立法构想^②。根据上述《条例》和《办法》指出内幕交易人员的特征，并详细描述了内幕信息交易的巨大危害性及法律惩处^③。并针对当时惩治证券交易欺诈行为法律规定的不足，提出了增设证券欺诈罪的构想^④。

1997 年 3 月修订颁布，10 月生效的《中华人民共和国刑法》(以下简称新《刑法》)第 180 条对证券内幕交易罪及其处罚作了规定。这是我国第一次以基本法律的形式将证券内幕交易列为犯罪，并规定了刑事责任，为查

^① 赵征兵, 杜刚, 王荆平. 试论我国内幕交易法律约束机制及其完善[J] 法学评论 1995, (4)

^② 刘守芬, 王小明. 关于制裁内幕交易罪的研究[J] 北京大学学报(哲学社会科学版) 1994, (5)
常铁威. 证券内幕交易罪立法研究[J] 法律科学-西北政法学院学报 1995, (3)

^③ 史云. 证券内幕交易及其法律处罚[J] 当代经济学 1994, (4)

蔡建春, 李云秋. 证券人内幕交易之初探[J] 金融教学研究 1994, (1)

^④ 缪忻生. 证券交易中欺诈行为的刑事责任[J] 法治论丛 1994, (5)

处内幕交易犯罪提供了刑法依据。新《刑法》的实施使内幕交易等证券欺诈行为成为犯罪，同时对禁止证券内幕交易的立法和执法提出了诸如内幕交易行为和内幕交易者如何界定、罪案调查权由谁行使、如何防止包括内幕交易在内的证券犯罪等问题^①。在此基础上，有学者分析了内幕交易的危害，对于是否管制内幕交易开展了一些争论^②。

1998年12月29日第九届全国人大常委会第六次会议通过了《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》），并于1999年7月1日起正式实施。这部规范证券市场运作的基本大法的出台，标志着我国证券市场的发展步入了一个新阶段，《证券法》的涉及范围基本涉及了证券市场的方方面面，弥补了以往证券市场的漏洞与空白。而后学者们的注意力主要集中在内幕交易的全球化，内幕交易的实证分析，内幕交易民事责任制度，以及中外内幕交易制度的比较研究等方面。

随着全球化的逐步推进，证券市场的全球化也逐步展开，与之伴随的则是内幕交易的全球化，在此环境下，部分学者开展了各国对内幕交易的立法实践研究以及中外内幕交易立法实践的比较研究^③。提出我国应该在借鉴国外立法的基础上，进一步完善我国的证券内幕交易立法^④。而伴随着证券市场全球化的深入，内幕交易的跨境监管也成为被关注的焦点，有学者质疑中港在认定内幕交易上过于依赖证券监管机构，对投资者保护有所不足。假如内幕交易涉及到同时发行A股及H股的企业，影响到内地香港两地投资者，亦将会引起跨境监管冲突问题^⑤。

内幕交易是我国股票市场常见的一种现象，但目前尚缺乏充分的经验数据和定量分析来支持这一立论。有学者基于这一考虑，以资产重组作为

^① 穆津. 我国禁止证券内幕交易立法与执法的若干问题[J] 深圳大学学报(人文社会科学版) 1997, (8)

^② 刘燕. 证券内幕交易的危害及其管制[J] 银行与企业 1998, (9)

林电雄. 证券法与内幕交易[J] 政法学刊 1998, (1)

邵百权, 汪红菊. 论证券的内幕交易及对策[J] 武汉食品工业学院学报 1999, (2)

^③ 陈海晖, 林光金. 证券市场全球化与内幕交易的管制[J] 福建学刊 1997, (4)

^④ 王赫. 试论我国证券内幕交易立法的完善[J] 兰州大学学报(社会科学版) 1998, 26(2): 55—62

^⑤ 刘长好. 论内幕交易引起的跨境监管冲突[J] 政法论丛 2002, (10)

内幕信息题材，以大户持股集中度作为反映该内幕信息的敏感指标，通过选取深圳证券市场 2000、2001 两年有重组题材和无重组题材公司各 40 家，通过采取 24 析因分析方法，来验证这一论断。得出的结论是 1999-2001 年中国股票市场确实存在内幕交易现象^①。

我国有关证券立法虽然规定了禁止证券内幕交易制度，但只有刑事责任(《刑法》第 180 条)与行政责任(《证券法》第 183 条)的规定，而对于民事责任，《证券法》207 条虽规定了优先于其他责任的原则，但没有其他任何具体规定，因此基本处于缺位状态。而建立内幕交易民事责任制度对于维护一般投资者的合法权益、维持投资者的信心乃至证券市场的存续都具有重要意义。在证券法中设立“民事责任”有利于规范证券市场行为，确保投资者的信心。但在证券市场中，由于虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券违法行为时有发生，由于《证券法》关于民事责任的缺位，众多中小投资者的合法权益得不到有效的保护，因此，建立和完善证券法中关于民事责任的赔偿制度是非常必要的^②。于是有学者对与作为侵权责任的内幕交易的民事责任相关的内幕交易民事诉讼原告的确立、因果关系的认定、损害赔偿额的计算及落实、诉讼形式的选择等难点进行了较为深入的探析^③。并讨论了内幕交易民事责任中的举证责任，并主张应实行举证责任倒置^④。他们提出为了维护证券市场的三公原则，保障数千万投资者的切身利益，一方面应当尽快完善证券立法，另一方面法院的审判工作也应积极主动地介入证券纠纷案件的民事审判^⑤。

对中外内幕交易制度的比较研究主要集中在美国证券市场的研究，也有部分学者做海峡两岸的比较研究，日本、南非的内幕交易制度也有涉及。对国内证券市场的完善有充分的借鉴意义。

^① 孙开连, 王凯涛, 陈金贤, 刘宽虎. 中国股票市场内幕交易实证分析[J] 中国软科学 2003, (5)

^② 陈谊军, 宣伟华. 试论我国证券民事责任制度之完善[J] 政治与法律 2004, (6)

^③ 黄奇中. 建构我国证券内幕交易民事责任制度的思考[J] 江西社会科学 2003, (2)

^④ 张丽珍. 论证券市场内幕交易民事诉讼中的举证责任[J] 山东农业大学学报(社会科学版) 2004, (6)

^⑤ 曹苏. 完善证券民事责任制度的法律思考[J] 西安财经学院学报 2003, (6)

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库