

# 我国证券市场上内幕交易现状和对策研究

李琦, 乐菲菲

(济南大学商学院, 山东 济南 250022)

**摘要:** 内幕交易作为证券市场的顽疾, 一直是证券监管部门打击和防控的重点和难点之一。为此, 本文根据 2005~2015 年证监会网站相关信息, 从内幕交易案件数、内幕交易主体、内幕交易信息类型、内幕交易行为方式以及内幕交易处罚类型五个维度对我国证券市场上内幕交易的现状进行分析, 进而得出我国证券市场上内幕交易的特征。

**关键词:** 内幕交易 现状 特征

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

文章编号: 1008-2107(2016)03-0051-06

## The Study of Inside Trading Status in China's Security Market

LI Qi, YUE Fei-fei

(School of Business, Jinan University, Jinan, Shandong 250022)

**Abstract:** As a malady to domestic securities market, insider trading has been an important and hard task in crackdown and prevention of the securities regulators. According to the information on the clients website of China Securities Regulatory Commission from 2005 to 2015, this text analyzes the status of inside trading from the five dimensionalities of the number of cases of insider trading, the subject of insider trading, the type of insider information, the way of insider trading and the punishment type of inside trading, and then summarizes the features of inside trading on our stock market.

**Key words:** insider trading; status; features

### 一、引言

自改革开放以来, 在我国经济快速、平稳发展的大环境下, 证券市场虽然较西方国家而言起步较晚, 但也取得了卓越的进步和较为丰硕的成果。而内幕交易作为和证券市场一样源远流长的一种衍生物, 不仅屡禁不止甚至花样翻新, 严重破坏了市场的诚信环境和正常的运行机制, 同时也在舆论环境中形成“蝴蝶效应”, 大大打击了投资者的市场信心和合法权益。本文对 2005 年至 2015 年间我国发生的、被证监会予以查处和信息公开的内幕交易案件进行统计处理和数据分析, 试图探析我国证券市场上内幕交易的现状和

特征。

### 二、中国证券市场上内幕交易现状分析

内幕交易是指在提前获取重大的未公开信息前提下, 内幕信息知情人将这一信息泄露出去, 或者建议他人买卖证券再或自己进行相关证券买卖的违法行为<sup>[1]</sup>。自 2005 年启动股权分置改革后, 我国证券市场上内幕交易案件便呈现出迅速增长的态势。

#### (一) 内幕交易案件

根据中国证监会网站公布信息, 2005 年至 2015 年期间我国证监会共查处了 674 件行政处罚案件, 在这些案件中主要涉及的违法行为有短线

收稿日期: 2016-02-25

作者简介: 李琦 (1993—), 女, 济南大学商学院, 2015 级研究生; 乐菲菲 (1970—), 女, 新疆人, 济南大学商学院教授, 管理学博士, 硕士生导师, 研究方向公司理财。

交易、操纵市场、信息披露类违法（包括虚假陈述、信息披露违规）、内幕交易和非法证券经营活动等，而其中内幕交易案件占到了 21.22% 的比重，即 143 件。在这 143 件内幕交易案中，其中包括利用未公开信息交易案，这主要是基于我国《证券法》在修订草案中规定的“利用未公开信息交易责同内幕交易”，但其数量很小，目前公布的仅有 3 例。另外，在我国证监会官方网站上公布的案件编号中，有可能同一个案例分成了连续的好几个编号的案件，本文不考虑是否属于同一个案件，主要基于编号进行的统计。

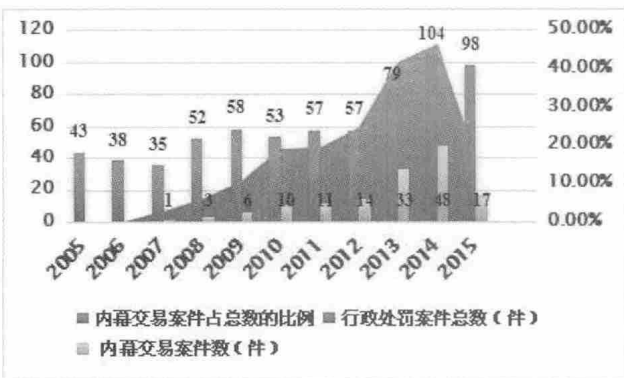


图 1 2005-2015 年中国证监会查处的内幕交易案件统计  
数据来源：证监会官方网站

如图 1 所示，我国内幕交易案件数几乎每年都有所上升，甚至与行政处罚案件总数几乎呈现同比增长趋势。虽然我国证监会行政处罚决议中包括多种违法行为，如操纵市场、“老鼠仓”、短线交易、超比例减持等，但我国内幕交易案件占公布的总案件比例却在呈现较大的增长趋势，而在 2010 年其增长速度明显加快，几乎达到了 8%。之后增长速度虽有所放缓，但是在 2014 年却达到了目前为止的最高值即 17.21%，以至于内幕交易案件占行政处罚总案件的 46.15%，几乎达到了一半的水平。此外，据 2015 年证监执法成绩单显示，内幕交易案居各案之首，立案调查共计 85 起，但与其他证券违法案件相比，内幕交易案件还保持在高位，防控形势依然严峻。具体如下图所示：

由此可见，“内幕交易、老鼠仓”在 2015 年八种立案案件类型中占据最高比例 25%，因此综合来看，抵制内幕交易依然是我国监管部门努力坚守的红线，我国应对内幕交易行为继续保持高压态势以便形成持续震慑和遏制效应。

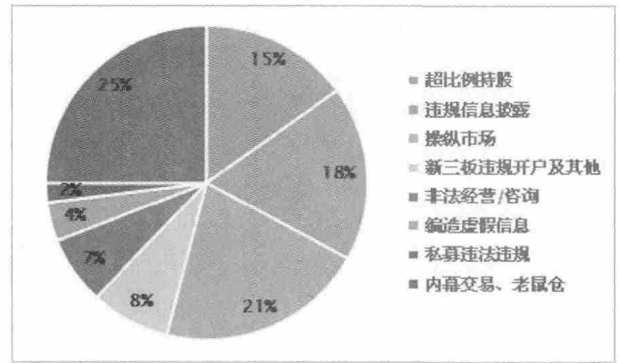


图 2 2015 年立案案件类型结构图  
数据来源：网易财经

(二) 内幕交易主体类型

本文结合中国证券相关的法律法规，并参考美国的法律条文，将内幕交易主体划分为 4 大类：上市公司内部人员、市场中的相关人员、监管部门有关人员以及非法获取内幕信息的人员。其中，上市公司内部人员具体包括上市公司及其控股公司的董事、监事、高级管理人员、信息设计工作的执行人、财务人员甚至是负责处理、发布和传递信息的秘书、打字员、快递员等<sup>[2]</sup>。市场中的相关人员主要是指那些不隶属于上市公司但是平时的日常事务又与其相关联的公司或者机构中的可接触到内幕信息的人员，这些机构或是公司就如比如与上市公司具有某些合同约定、律师事务所、会计师事务所、投资咨询公司甚至证券交易所等等。监管部门有关人员则是指相关行政机关单位的能够接触到内幕信息的人员，比如税务局、工商局、行政审批部门、证券监管部门等。对于非法获取内幕信息的人员，则是指那些并不能直接接触到内幕信息，只能通过内幕知情人员间接获取，一般是指与直接内幕知情人具有亲属关系或者利益关系和社会关系的人员。

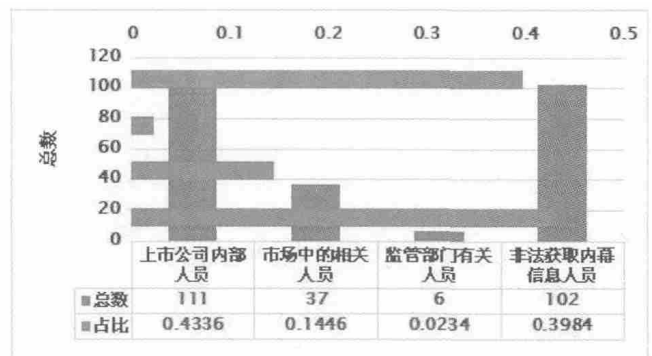


图 3 2005-2015 年内幕交易违规主体统计  
数据来源：证监会官方网站

本文根据 2005 年至 2015 年期间证监会披露的 143 件内幕交易案,对内幕交易主体的类别进行具体统计,如图 4 所示。

由图 4 可见,在 143 件内幕交易案中,涉及了共 256 个违规内幕主体,这 256 个主体中上市公司内部人员 111 人,占总内幕交易主体的 43.36%;市场中的相关人员 37 人,占总内幕交易主体的 14.45%;监管部门的有关人员 6 人,占总内幕交易主体的 2.34%;非法获取内幕交易信息人员 102 人,占总内幕交易主体的 39.84%。在柱形图和扇形图中表示,明显看出上市公司内部人员和非法获取内幕信息人员比重占到了 83%,而且两者之间势均力敌,并无显著差距。这明显符合“信息不对称理论”,即在内幕交易过程中,获取信息快、掌握信息充分的投资者比如上市公司高管、职员等凭借自身的职位、权力等处于信息优势地位,从而优于其他投资者进行交易以规避风险或获取超额收益。

### (三) 内幕信息类型

根据我国现行的《证券法》,内幕消息的类型主要可分为 3 种:资产重组、定期公告以及上市公司经营事项。其中,资产重组包括并购重组、债务重组、借壳上市、股权转让等。定期公告主要涉及了年度、季度和月度披露,业绩变更、分红信息、送转增股等。而上市公司经营事项主要包括签订重大合同、对外投资项目、重大科研突破等。由于未公开信息的范围很难确定,究竟是归属于交易所涉及的公司,还是证券期货交易本身负载的信息内容,抑或是行为人所在金融机构的经营信息,刑法修正案(七)并没有予以明确。所

以在对内幕信息类型进行分类时,将 3 例未公开信息交易案排除在外,也就是说将 140 件案例作为研究内幕交易类型的样本。如表 1 所示,在 140 件案件中,资产重组类、定期公告类、上市公司经营事项类内幕交易案件分别为 85 件、32 件、23 件,占比为 60.71%、22.86%和 16.43%。由此可见,资产重组类内幕交易远远高于其他两个类型,成为重灾区和多发区。其次便是定期公告类,而在此类内幕信息中,又多是增资和分配股利,共有 24 件,占 32 件定期公告的 75%。企业的这类信息又往往是利好的消息,也就是说,内幕交易主体一般利用内幕信息提前以低价买入股票,直至信息公告股价上涨后,再卖出股票从而获利<sup>[9]</sup>。

### (四) 内幕交易行为方式的类型统计

根据《证券法》的规定,内幕交易行为方式大致分为三种:买卖该公司证券、泄露内幕信息以及建议他人买卖证券。在(二)中提到 140 个案件中共涉及 256 个内幕交易违规主体,而在下表中显示可以看出总数为 262 个,也就是说多出的 6 人是由于在这三种行为方式中进行了交叉,或者说这 6 人不仅仅只采取了一种内幕交易行为方式,有的采取了两种甚至是三种。但是尽管如此,买卖公司证券仍是最主要的内幕交易行为方式,从下图便可以看出,内幕交易主体涉及了 229 人,占比达到了 87%,远远大于泄露内幕信息的交易主体 10%和建议他人买卖证券的交易主体 3%。并且 2010 年属于一个转折点,在 2010 年以前内幕交易行为方式只是买卖公司证券,而在 2010 年以后,开始涉及了另外两种方式。

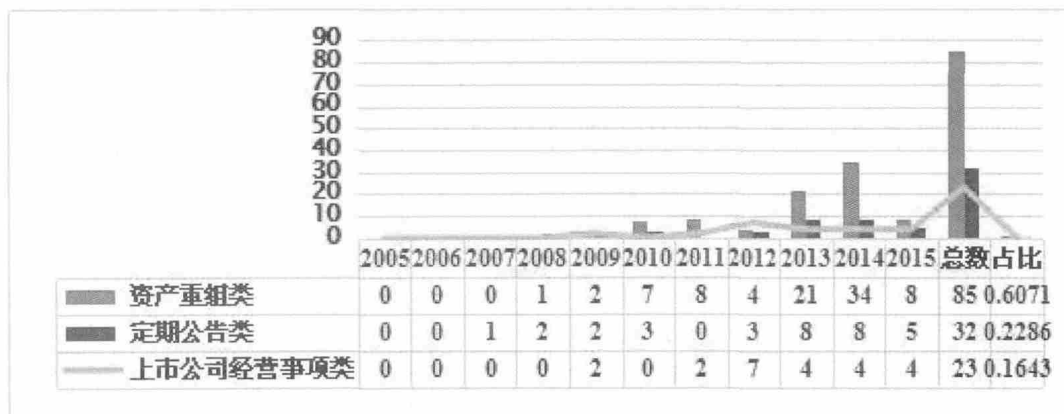


图 4 2005~2015 年内幕交易信息类型统计

数据来源:证监会官方网站

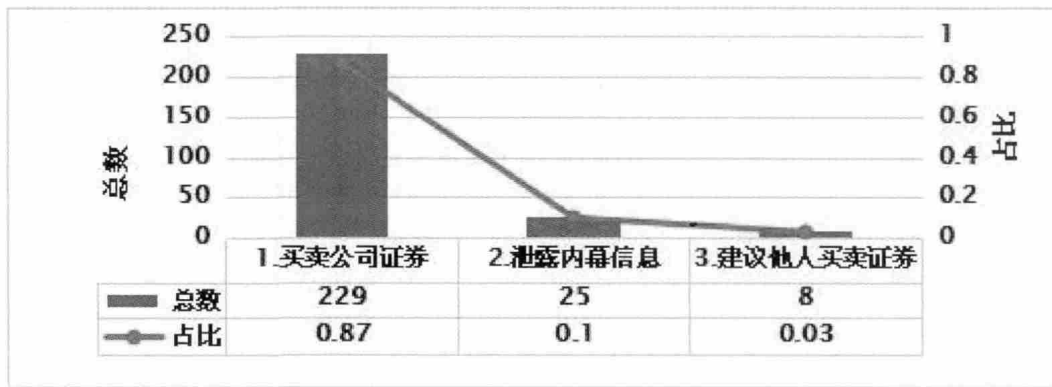


图5 2005~2015年内幕交易行为方式统计

数据来源：由证监会官方网站发布的行政处罚决议自己整理得出。

### (五) 内幕交易处罚现状统计

根据我国现行的法律条文，本文将内幕交易处罚形式分为以下8种：警告(A)、罚款(B)、没收违法所得(C)、责令依法处理非法持有的证券(D)、建议撤销主要负责人(E)、市场禁入(F)、暂停有直接责任的管理人员从业资格(G)、刑事处罚(H)。针对证监会官方网站发布2005~2015年行政处罚案例，做出如下统计：

表1 2005~2015年内幕交易处罚形式统计

处罚形式	B	C	A+B	B+C	B+D
交易主体数	107	3	13	99	4
占比	40.84%	1.15%	4.96%	37.79%	1.53%
处罚形式	A+B+C	B+C+D	B+C+H	B+C+G+H	总数
交易主体数	2	31	1	2	262
占比	0.76%	11.83%	0.38%	0.76%	1

数据来源：证监会官方网站。

在这262件内幕交易案件中，有6件处罚对象为上市公司或机构，252件为之前提到的内幕交易违规主体。其他未在表1列示的处罚形式，表明在2005~2015年间证监会所公示的案例中并未涉及。另外从表中明显可以看出，内幕交易案件处罚形式以罚款为主，所占比例为40.84%。进一步发现，在仅罚款的内幕交易案中，涉及的内幕交易主体一般是建议他人买卖证券或是泄露内幕

信息，又或者利用内幕信息买卖证券但是未盈利或是亏损状态。并且，其最高罚款额为60万，最低为3万元，均值约为41.4万元，而根据表2发现，盈利额均值大于罚款额均值，由此可见，我国针对内幕交易行为罚款金额偏低。另外，罚款金额3万涉及的内幕交易主体最多，达到37人，其在107人总数中超过了1/3的比例。而在所有处罚形式当中位居其次的便是罚款和没收违法所得的结合，比例达到了37.79%。但真正涉及行政处罚的案例很少，仅为3例，且这3例都是利用“未公开信息”交易。本文针对这143件案例，对因内幕交易盈利和亏损情况也做了初步统计，发现因内幕交易盈利的案件有158例（其中137例含有盈利具体数额），亏损案件为36例（其中29例含有亏损具体数额），剩余68例案件尚未提及盈利或亏损情况。

根据以上图表，本文发现大部分的内幕交易主体是处于盈利状态，比例为60.3%，甚至最高盈利可达到1242万余元。尽管统计出的亏损额的极大值甚至高出盈利额的极大值，但是这一情况少有发生，况且相对于盈利60.3%的发生比例来说，内幕交易人大多是从内幕交易中获取超额收益。另外，盈利额和亏损额的标准差都大于均值，表明内幕交易主体盈利或亏损数值较为分散，数

表2 内幕交易主体盈利和亏损情况(元)

	N	极小值	极大值	均值	标准差	方差
盈利额	137	683	12420000	550278.77	1682440.919	2830607447364.55
亏损额	29	127	16846257	1898025.76	4454775.947	19845028737131.10
有效的N	29					

数据来源：证监会官方网站。

据波动性偏大,差异比较明显。除此之外,在2010年以前,平均盈利金额明显并远远小于2010年以后的平均盈利金额,也就是说内幕交易主体随着时间的移动所获得的盈利金额大体呈现出上升的趋势。另外笔者还统计了由于内幕交易案所引发的民事赔偿案件,直至目前为止仅发现3例。如表3所示。

表3 2005~2015年内幕交易民事赔偿案<sup>[4]</sup>统计

时间	案件号	案件名称	处理结果
2008年	(2008)宁民二初字第136号	广东股民陈宁丰诉新疆天山水泥股份有限公司原副总经理陈建良证券内幕交易民事赔偿案	此案尽管开庭后以原告撤回起诉终结诉讼,但作为法院受理的首例此类案件,对今后因证券内幕交易引起的民事赔偿纠纷通过司法程序寻求救济起到了标本意义
2009年	(2009)一中民初字第8217号	陈祖灵诉潘海深证券内幕交易赔偿纠纷案	潘某关于陈某诉讼请求所涉损失与其卖出大唐电信股票行为之间不存在因果关系的辩称成立,驳回原告陈某对被告潘某的诉讼请求
2012年		光大证券内幕交易民事赔偿案	6名投资者胜诉,获赔金额将近30万元,2名投资者的诉讼请求被驳回

数据来源:张心向《我国证券内幕交易行为之处罚现状分析》以及中国法院网和新浪网。

由此可见,由内幕交易引发的民事赔偿案件非常少有,而且其胜诉的可能性也并不大,这类案件甚至是很难被法院受理。一方面可能是由于投资者维权意识有待加强,另一方面可能是因为我国在民事救济这方面的法律法规还有待完善。但是内幕交易民事赔偿案“光大证券案”的首次胜诉具有深远的现实意义,极有可能意味着我国在民事救济方面即将迎来新的开端。

### 三、中国证券市场内幕交易特点分析

(1) 内幕交易活跃,大体呈现易发多发态势。根据对2005~2015年中国证券市场内幕交易案件的分析,发现每年案件数量几乎都会有所增长,而且在2010年和2014年增长速度相对来说较快,分别为8.53和17.21。直至在2014年达到目前为止的峰值后,2015年开始有所缓冲。

(2) 内幕交易主体更加多元化、复杂化和裙带化,但依然主要以上市公司的内部人员即能利用自己在公司的职务之便接触到信息的人为主。通过统计的256个内幕交易违规主体便可以看出,

上市公司内部人员所占比例43.36%,几乎占了总体的一半。同时,非法获取内幕信息的人员也占了相当大比重39.84%,也就是说内幕交易主体为增强其隐蔽性,多是从内幕信息传播路径上入手,将内幕信息传递给外部人员,而且多是亲戚、朋友或同学。更有甚者,一些上市公司与中介机构比如投资咨询公司、证券公司等联手合作,可见内幕交易主体不再是单纯的个体,而是复杂的群体或是联合体,因此呈现出多样化以及裙带性特征。

(3) 上市公司并购重组成为内幕交易的“重灾区”<sup>[5]</sup>。通过分析可以看出在140件案件中,资产重组类案件占到了60.71%,超过了一半的比例。而在利好消息下,内幕交易发生概率比利空消息下更为频繁。也就是说,内幕交易行为一般低价买入股票,待股价上涨后再以高价抛售,从而赚取高额的差价。此外,内幕交易还经常伴随其他多种违规行为一起产生,如虚假陈述、超比例持股、市场操纵、短期交易、未按规定披露信息等等。不仅如此,根据证监会查出的内幕交易案件显示,频繁发生的业绩重大变化、重大合同签订、重大对外投资也成为“易感地带”,尤其是“分配股利或增资计划”更为显著。

(4) 内幕交易行为方式仍以买卖证券为主,但其方式开始朝着多样化发展。通过2005~2015年内幕交易案件可以看出,早期我国内幕交易行为方式多是对相关证券进行买卖,而且基本是自己操作。但是随着证券市场的发展和日益成熟,内幕交易主体不再局限于自己开立账户买卖证券,而是开立多个账户来分散其他投资者或者是监管部门的注意力。甚至是直接将内幕信息泄露或者以暗示性方式建议与自己有亲密关系的社会利益人进行相关的交易。在证监会查处的众多案例中,每一个案例中往往都掺杂着一种以上的内幕交易行为方式,从而进一步加大了我国监管部门查处的难度和力度。

(5) 通过分析2005~2015年的内幕交易案件处罚类型,本文发现我国在对内幕交易处罚上,力度偏低,且多倾向于行政处罚。而刑事处罚罚之又少,民事赔偿更是微乎其微。甚至可以说,我国在民事救济方面还处在一个发展中的初级阶

段。另外，通过对内幕交易主体盈利和亏损情况统计，发现盈利和亏损的多少将影响处罚金额的多少，关键的是我国内幕交易人大多能从内幕交易中获取超额利润或是能够规避风险，再加上我国的低处罚轻刑事的现状，以至于我国内幕交易行为人的违法犯罪成本偏低，所以内幕交易行为在短时间内仍是无法得到有效的遏制。

#### 四、完善内幕交易规制的若干建议

针对我国证券市场上目前的内幕交易现状，笔者提出以下建议：

##### 1. 扩大市场监督主体，加强监管执法力度

面对内幕交易易发多发的态势，我国应该继续保持对内幕交易行为的高压态势，扩大市场监督主体，建立起以证监会为主，以政府、司法机关、检察机关等相关部门为辅的监管体系。同时，联合大众和媒体力量，齐抓共管，发挥好各自的优势，从而促进信息共享，提高监管效率。

##### 2. 优化公司治理结构，完善员工激励机制

公司内部人员成为内幕交易主体的主要人员，明显表明公司治理结构的缺陷<sup>[6]</sup>。因此要积极引入竞争机制，优化管理层薪酬机制，进而降低管理层投机动机。同时，还可以对高层管理人员进行定期培训，提高其职业素养、自律意识以及社会责任感。另外，由于公司内部人更有可能接触到或者获取内幕信息，所以针对公司内部不同职位的员工进行的每一项证券交易，都需要向政府相关部门呈交一份具体的报告，说明持股比例和持股数量等。

##### 3. 完善信息披露制度，保证市场信息透明

并购重组作为内幕交易的高发区，正是由于其参与人员较多，审批环节较为复杂，信息提前泄露的可能性进一步加大，因此有必要完善信息披露制度，减少审批环节，简化行政处理程序，同时缩小知情人范围，使公司信息公开前得到严格保密，公开后迅速成为公众信息。

##### 4. 改善市场基础设施，真正落实实名制

针对内幕交易主体开立多个账户或者控制其他账户以便进行买卖证券的行为，其根源就在于证券市场中错综复杂的人际关系和资金关系。为此，必须改善现有的基础设施，严格落实实名制，即应该对所有开设的账户进行定期全面清查，严格审核身份，如有任何可疑现象，应先扣留身份证，冻结账户，直至调查清楚，再予以取缔、长期冻结或者保留等处理。

##### 5. 完善民事赔偿制度，加大法律处罚力度

面对我国目前轻刑事弱处罚的现状，有必要完善民事赔偿制度和诉讼机制并加大处罚力度以起到减少内幕交易行为的震慑作用。我国还可主动借鉴美国的“集团诉讼制度”，并结合我国证券交易实情，在最大程度上维护投资者正当权益的同时，真正达到民事救济的理想效果。

#### 参考文献：

- [1] 何青,房睿. 内幕交易监管:国际经验与中国启示[J]. 经济理论与经济管理,2013,07:17-24.
- [2] Acar Tamersoy,Elias Khalil,Bo Xie,Stephen L. Lenkey,Bryan R.Routledge,Duen Horng Chau,Shamkant B.Navathe. Large-scale insider trading analysis: patterns and discoveries[J]. Social Network Analysis and Mining,2014,41: 1-17.
- [3] 蔡宁. 信息优势、择时行为与大股东内幕交易[J]. 金融研究,2012,05:179-192.
- [4] 张心向. 我国证券内幕交易行为之处罚现状分析 [J]. 当代法学,2013,04:48-58.
- [5] Jeff Madura,Marek Marciniak. Characteristics of takeover targets that trigger insider trading investigations [J]. Applied Financial Economics,2014,241:1-18.
- [6] 杨胜刚,李慧.上市公司管理层持股对公司债务杠杆的影响[J].湖湘论坛 2015 04.
- [7] 沈冰,郭粤,傅李洋. 中国股票市场内幕交易影响因素的实证研究[J]. 财经问题研究,2013,04:54-61.

(责任编辑:罗蕾)