

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：200208122

UDC _____

学 位 论 文

内幕交易主体规制的理论与实践初探

Primary Study on the Regulation Theory and Practice

of the Insider

陈 布 春

指导教师姓名： 徐 崇 利 教授

申请学位级别： 硕 士

专业 名 称： 法 律 硕 士

论文提交日期： 2005 年 4 月

论文答辩时间： 2005 年 月

学位授予单位： 厦 门 大 学

学位授予日期： 2005 年 月

答 辩 委 员 会 主 席：

评 阅 人：_____

2005 年 月

内容摘要

内幕交易对证券市场及广大投资者造成了极大的危害,各国都通过法律对其进行规制。本文通过介绍、比较国外,特别是对于内幕交易规制理论比较发达的美国的证券立法及实践,力图比较全面地研究和探讨对于内幕交易主体的规制理论。在吸取发达国家在这方面理论及实践经验的基础上,对完善我国现行的证券立法相关制度提出对策。

本文除前言和结束语外,共分六章:

第一章从介绍证券内幕交易的含义入手,对目前用法律手段规制内幕交易的两种不同看法进行简要分析,以求洞悉禁止内幕交易的法理基础。接着,介绍内幕交易的构成要件,以及内幕交易构成要件的几种不同的分类方法,并着重对内幕交易主体进行介绍。

第二章主要介绍传统内幕人。由于传统内幕人与公司的密切关系,他们最早被界定为内幕交易主体。在本章中,首先介绍各国相关法律对于传统内幕人的规定,并进行总结;然后再结合案例分析美国对传统内幕人的规制理论,即“公开否则戒绝交易”理论。

第三章主要介绍临时内幕人。临时内幕人因和公司有业务或者监管等关系而成为内幕交易主体。在本章中,首先介绍各国对于临时内幕人的法律规定,并对临时内幕人的范围作出总结;然后再结合案例评述“信义义务”理论。

第四章主要介绍泄露内幕信息者和接受内幕信息者。首先介绍各国对于这一类内幕交易主体的法律规定,并结合我国的实际作出总结;然后再详细论述“信息泄露”理论,并对该理论所涉及的相关案例进行介绍。

第五章主要介绍盗用内幕信息者。首先介绍盗用内幕信息者的范围;然后再对规制盗用内幕信息者的“盗用”理论进行评述。

第六章首先对内幕交易主体范围及界定标准进行评论。在总结针对不同内幕交易主体的规制理论的基础上，反思我国相关理论的不足之处，并提出改进我国关于内幕交易主体的法律规定的设想。

关键词：内幕交易；主体；规制理论

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

Insider trading does great damage to investors and security market, so many countries regulate it in laws. The author tries to study and discuss the regulation theory of the subject of insider trading all sidedly through introduce and comparing the foreign countries' theory of regulation, especially U.S.A., in which country the regulation theory is relatively developed. On the basis of absorbing the theory and experience of practice, the author wants to make countermeasure to consummate the security legislation system of China.

Except preface and conclusion, there are six chapters in this article:

Beginning with the concept of insider trading, Chapter 1 summarizes and analyzes the arguments between the opposite and assenting parts of regulating insider trading in laws, then establishing the legal principles of insider trading law. After this, the author presents the consists of insider trading, and the different methods on classification for the consists of insider trading.

The chapter 2 focuses on the traditional insider. As the traditional insiders have the close relationship with the corporation, they are defined as the insider initially. The first subchapter gives a legal review toward the regulations of the traditional insider. The second subchapter discusses the “abstain or disclose” theory, the earliest theory of insider trading liability.

The second sort of insider: the temporary insider is discussed in chapter 3. The reason why this kind of insider is defined as insider is that they have business or supervising relationship with the corporation. The first subchapter discusses the range of the temporary insider. The second subchapter treats with the “fiduciary duty” theory. Under the “fiduciary duty” theory, insiders breach a fiduciary duty owed to the shareholders of the corporation if they trade in the market with knowledge of material nonpublic information.

In chapter 4, it is intended to explore the tipper and tippee. The first subchapter gives the legal review toward this type of insider. The second subchapter discusses the “tipper-tippee” theory. As the insider, tippers are forbidden by their fiduciary relationship from revealing undisclosed corporate information to an outsider for their personal gain, and the tippees’ duty to disclose or abstain is derivative from that of the insiders’ duty.

The misappropriator is discussed in chapter 5. The first subchapter introduces the content of misappropriator, and the legal regulation of this type of insider. The second subchapter analyzes the “misappropriation” theory. The “misappropriation” theory is reminiscent of the “fiduciary duty” theory of liability, but is much broader, since it can compel any person in a relationship of trust or confidence with a source of material nonpublic information into disclosing or abstaining.

Chapter 6 firstly reviews the regulation theories of insider, and then gives the theories comments. On the basis of the regulation theories of different insiders, the author speculates the defect of our country’s security regulation, and makes a suggestion.

Key Words: Insider Trading; Insider; Regulation Theory

目 录

前 言	1
第一章 内幕交易概述.....	2
第一节 内幕交易的定义.....	2
第二节 关于禁止内幕交易的理论争议.....	3
一、反对禁止内幕交易的理论	3
二、赞成禁止内幕交易的理论	6
第三节 内幕交易的构成要素.....	8
第二章 内幕交易主体之一：传统内幕人	12
第一节 传统内幕人的范围	12
第二节 “公开否则戒绝交易”理论.....	16
第三章 内幕交易主体之二：临时内幕人	21
第一节 临时内幕人的范围.....	21
第二节 “信义义务”理论.....	25
第四章 内幕交易主体之三：泄露内幕信息者与接受内幕 信息者	30
第一节 泄露内幕信息者与接受内幕信息者的范围.....	30
第二节 “信息泄露”理论.....	34
一、“信息泄露”理论产生的原因	34
二、“信息泄露”理论的内容	35
三、间接接受内幕信息者的法律责任.....	40
第五章 内幕交易主体之四：盗用内幕信息者	43

第一节 盗用内幕信息者的范围.....	43
第二节 “盗用”理论.....	46
第六章 对于内幕交易主体范围及规制理论的评论与反思..	53
第一节 对内幕交易规制理论的评论.....	53
第二节 对内幕交易主体的反思.....	54
结 束 语	59
参 考 文 献	60

厦门大学博硕士学位论文摘要

Chapter 6	Review and Comments on the Range of Insider and Regulation Theory of Insider Trading.....	53
Subchapter 1	Comments on the Regulation Theory of Insider Trading	53
Subchapter 2	Speculates of Insider.....	54
Conclusion		59
Bibliography		60

厦门大学博硕士学位论文摘要

前 言

证券市场的主要功能是企业融资和资源的优化配置。在证券市场上占重要地位的主要是资本和信息，信息对于证券市场来说非常关键。投资者根据获得的信息对股票价格进行分析，并作出投资判断；而证券内幕交易者利用内幕信息进行交易，扰乱了证券市场的持续性，破坏了投资者对证券市场的信心，从而使证券市场的融资和优化资源配置的功能得不到发挥。要保障广大投资者对证券市场的信心，确保他们能够享有平等获得信息的机会，就必须严格禁止内幕交易，使所有的投资者都能够站在同一个起跑线上，凭各自对已公开信息的分析判断进行投资。

在证券内幕交易的构成要素之中，内幕交易的主体是其中非常重要的一部分。深入研究内幕交易的主体有助于加深对内幕交易的了解。内幕交易的主体是构成内幕交易必要而非充分的条件，即只有内幕交易主体并不能构成内幕交易，而如果存在内幕交易就肯定会有内幕交易主体。随着证券市场的发展，内幕交易的主体也日趋复杂化。美国、欧洲各国都对内幕交易行为主体的规制建立了比较完备的理论体系，而我国学界对这方面的研究还有待深入。本文试图从内幕交易的主体方面入手，结合国外的相关理论与实践，对内幕交易主体制度的原理进行研究，以期对完善我国的立法与实践提出有益的建议。

第一章 内幕交易概述

第一节 内幕交易的定义

在现代市场经济中，证券市场是市场经济的一个重要组成部分，其在资源合理配置方面发挥着不可替代的作用。世界经济的历史证明，证券市场对一国国民经济的发展具有重要作用。但是在证券市场给经济带来强大动力的同时，一些人受个人利益的驱使，也在其中进行着内幕交易、虚假陈述、操纵市场等各种证券欺诈行为。早期美国华尔街有一句投资格言：“内幕交易是投资制胜的唯一法宝”。^①可见，在当时，这种证券欺诈行为有多么猖獗。随着证券市场的发展，各国开始意识到内幕交易等证券欺诈行为对于市场的危害性，将内幕交易作为立法规制的对象，并逐步加强对其制裁的力度。

内幕交易在美国被称为“insider trading”，英国和我国香港称之为“insider dealing”，我国台湾称之为“内线交易”，而在中国大陆则被称为“内幕交易”。在英美国家对内幕交易的称呼中，都使用“insider”这个词，这是因为在内幕交易的初级阶段，利用内幕信息进行内幕交易的主要是公司的内部人。随着证券市场的发展，内幕交易日趋复杂，其主体也不仅仅只包括最初的公司内部人了。于是，英美法系国家通过判例法将内幕交易的主体加以扩大，只是没有改变对内幕交易的称呼。相比较来说，我国对内幕交易的叫法则比较准确。

迄今为止，虽然各国司法实践中出现过许多内幕交易案例，但是关于

^① Wang William K.S. and Steinberg Marc I., “Insider Trading”, Reviewed By Razzano Frank C., 载The Business Lawyer, p.1431, August, 1997. 转引自郑顺炎. 证券内幕交易规制的本土化研究[M]. 北京: 北京大学出版社, 2002. 25-26.

内幕交易还没有一个被各国所普遍接受的定义。这是由内幕交易本身的复杂性以及行为方式的日益隐蔽性所决定的，而且随着证券市场的发展，势必将出现更多不同种类的内幕交易案件。在当今各国相关法律对内幕交易的规制制度并不完善的情况下，如果贸然对内幕交易做出定义，将会影响今后对该类案件的处理。然而，对一个没有定义的概念进行研究是不准确的，为了对内幕交易进行法学研究和教学，国内外学者从理论方面对内幕交易做出了许多种定义，这些定义除了文字或个别细节有所不同外，大多没有什么本质的区别。本文所研究的是内幕交易的主体，主体是内幕交易的构成要件之一，为了在研究时对于内幕交易有一个通识，现引用一种比较具有普遍性的对内幕交易的定义：证券内幕信息的知情人员或者非法获取证券内幕信息的人员，在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息尚未公开前，进行证券交易或者将该信息泄露给他人，或者根据该信息建议他人进行证券交易。^①

第二节 关于禁止内幕交易的理论争议

从表面上看，内幕交易只是一种证券投机行为，并不具备违法因素。时至今日，理论界和实务界对是否要以法律方式禁止内幕交易都有不同的看法，主张禁止者和反对禁止者存在很大的分歧。以下结合各种资料对这两种看法加以分析以求得出结论。

一、反对禁止内幕交易的理论

反对规制内幕交易的学者认为，内幕交易行为的存在具有一定的合理性，没有必要在立法上禁止内幕交易行为。美国法学家 Herry Manne 以及一些法律经济分析学者提出了反对禁止内幕交易的理论。

^① 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001. 16-17.

其一，内幕交易是对企业家的奖励。

这种观点以美国法学家Herry Manne为代表。这种观点认为，对于经营管理一家企业的企业家来说，仅仅提供给他们工资和股份不足以偿付他们为企业所带来的效益，而且也不利于激发他们的工作积极性。如果允许他们利用所获知的内幕信息进行内幕交易，使他们得到额外的报酬，就会鼓励他们充分发挥其聪明才智，从而使企业得到更好的发展。^①

这种观点明显不能自圆其说，因为，现今很多企业家的报酬是和企业的经营状况挂钩的，在现代以竞争原则为基础的工资市场中，根本不需要内幕交易这样一种无法预测的、或然的奖励形式。企业经营状况良好，企业家自然可以拿到丰厚的提成，不需要再通过内幕交易获利；企业经营状况不佳，企业家也难逃其咎，当然就更不可能期望从内幕交易中获利了。如果允许企业家从事内幕交易，他们很可能会为了自身的利益延迟正确消息的公布，从而对企业和广大投资者造成伤害。

其二，内幕交易可以减缓股票价格的波动，提高市场效率。

这种观点也是Henry Manne提出来的。他认为，在重要的内幕信息公布之前，股票的市场价格与其真实价值之间存在脱节现象，而内幕交易将有助于缓解这种现象。^②例如，当内幕信息是重大的利空信息时，信息一旦公布，股票价格必将大幅度下跌；如果允许内幕交易，则在该内幕信息公布之前就会有内幕人进行交易，该股票的价格在信息公布之前就会开始下跌。从内幕人进行内幕交易时开始到利空信息公布时为止的这段时间内，会有一些投资者购买这种股票。这时，与完全禁止内幕交易情况下的购买者相比，他们所受的损失要少得多。因此，内幕交易不仅能够减缓股票价格的波动，还能使投资者避免较大损失。

^① Melissa A. Robertson. Speech by SEC Staff: Insider Trading –A U. S. Perspective[EB\OL]. <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>. 1998-10-19.

^② 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001. 19.

然而，有证据表明，内幕交易对股票价格并没有重大的影响。尽管某一证券短暂的供需差异会对其价格产生影响，但在缺乏有关股票价值的新信息的情况下，内幕交易对股票价格的任何影响也都是短暂的。

其三，内幕交易行为属于私人合同。

该学说认为，公司和内幕人的关系是建立在合同基础之上的，如果公司及其股东反对内幕交易，他们可以通过谈判利用合同来个别禁止，国家不应用法律来干涉属于当事人意思自治范围的私人合同。依该学说，公司对其自身的秘密信息享有财产权，内幕交易是公司所有权与控制权分离所产生的结果，公司经营者由于本身掌握这些内幕信息，对于内幕信息的特点、作用及使用方法都比较清楚，可以更有效率地使用这些内幕信息。由于内幕信息属于公司，公司的股东是其所有者，因此可以由公司的股东与经营者通过合同的形式达成协议，将内幕信息交给公司的经营者使用，由公司的经营者付给公司股东一定的报酬。通过这种方式，公司股东和经营者之间就可以以契约方式形成内幕信息的最佳利用效率。^①鉴此，没有必要禁止内幕交易。

该说虽然给人以一定的启发，但是其局限性也显而易见。其谬误之处在于：首先，每个公司都要花费一定成本订立禁止内幕交易的协议，即使股东同意联合行动，在实际操作中达成这种协议的可能性也不大。其次，股东本身对于订立此种协议的积极性也不高。由于许多投资者并不只拥有一家公司的股票，他们往往通过证券组合的形式持有股票以分散投资风险，所以他们没有多大的积极性通过协商谈判订立单个的禁止内幕交易的协议。再次，即使达成此种协议，这种私人合同与禁止内幕交易的法律相比，其效力远不及后者。违反合同仅需要承担民事责任，而违反法律则不仅要承担民事责任，还应当承担相应的行政、刑事责任。

^① 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001. 22-23.

其四，禁止内幕交易效率不高。

这种说法通过投入与产出的经济学分析，得出的结论是：如果禁止内幕交易所花费的成本过高，还不如由市场来决定其存在与否，政府不必花费大量人力、物力。^①这种说法只是从经济学角度所得出的观点，但是为了维护证券市场的公平和秩序，政府还是要尽全力禁止内幕交易以保护投资者的信心。

二、赞成禁止内幕交易的理论

在对反对禁止内幕交易的理论进行批驳的同时，众多法学家对禁止内幕交易的必要性进行了论述。这些禁止内幕交易的理论被各国所普遍接受，已成为证券立法及实践的理论基础。

其一，禁止内幕交易是保护投资者信心，保证证券市场健康有序发展的需要。

公开、公平、公正原则是证券法的基本原则之一，公平原则是其中一个重要方面。一切市场主体都应该在平等的条件下进行公平竞争。法律虽然并不保证每个投资者都有丰厚的回报，但是应当保证每个投资者都有平等的机会获得相同的信息，即平等的知情权。而内幕人员占有信息资源优势，这种信息资源优势并不是基于对平等获得的信息的技术分析和理性判断，因此就存在不公平或者欺诈的问题。从小处来说，内幕交易直接损害了投资者对存在内幕交易的公司的信心；从大处来说，则损害了整个证券市场的信誉，使得投资者对证券市场失去信心。^②投资者一旦对证券市场失去信心，就会放弃对证券的投资，离开市场，这样就会影响整个证券市场健康有序的发展。显然，投资者对市场的信心是证券市场健康发展的基础，如果失去投资者的信心，证券市场就会遭到破坏，进而影响证券市场

^① 罗怡德. 证券交易法-禁止内部人交易[M]. 台北:黎明文化事业股份有限公司, 1991. 12-13.

^② 胡光志. 内幕交易及其法律控制研究[M]. 北京:法律出版社, 2002. 48-54.

对社会经济发展的反映、评价能力，扰乱整个国家经济秩序。所以，在以市场经济为基础的国家中，保证证券市场不受不正当行为的侵害，是实现整个社会利益的需要。

其二，禁止内幕交易是提高市场效率的需要。

重大信息的快速传播有利于提高市场对资源的配置效率。由于内幕人员在掌握内幕信息之后会利用该内幕信息进行内幕交易，他们为了更多的获利，必然会有意延迟内幕信息的公开时间。由此，证券的市场价格不能准确反映其价值，从而就会误导投资者，进而影响社会资金的优化配置。只有证券市场的价格准确反映所有信息，才能保证资本运用的效率，而内幕交易扭曲了价格对信息的反映关系，降低了资本运用的效率。^①因此，禁止内幕交易是提高市场效率的需要。

其三，禁止内幕交易是保护公司财产权的需要。

内幕信息应当被视为公司的经营财产，公司内幕人员只能依照有关合同获得报酬而不能将公司财产据为己有。^②内幕人员利用了公司财产进行内幕交易为自己牟利，就是侵害了公司的财产权，所获利益为不当得利。

然而，当涉及非公司内幕人员时，以上这种论断显然不能提供强有力的理论依据禁止他们从事内幕交易，这时则可以用“盗用”理论来解决。^③

从以上对禁止内幕交易的不同观点的分析可以看出，从宏观方面考虑，内幕交易行为违背了证券市场公平、公正、公开的原则，破坏了证券市场的运行机制。要想维护投资者对证券市场的信心，维持国家宏观经济的稳定，就要禁止内幕交易。内幕交易的禁止曾在不少国家证券监管中经历了一个由“宽恕”到“严厉”的过程，然而，晚近，各国的立法对于内幕交易的态度逐渐趋向一致。

^① 罗怡德. 证券交易法-禁止内部人交易[M]. 台北:黎明文化事业股份有限公司, 1991. 7-8.

^② 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京:北京大学出版社, 2001. 31-32.

^③ 详见本文第五章第二节.

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.

厦门大学博硕士学位论文摘要库